




INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2017 

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2017*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 27 de julio 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 balanza de pagos	15
A. Contexto internacional	15
B. Balanza de pagos	22
Recuadro 1: Dinámica sectorial de la cuenta corriente de Colombia y su ajuste reciente	32
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	36
A. Comportamiento del PIB durante el primer trimestre de 2017	36
B. El PIB del segundo trimestre de 2017	41
III. Desarrollos recientes de la inflación	48
A. La inflación básica	50
B. Inflación de alimentos	52
Recuadro 2: La inflación de los precios rígidos en Colombia	54
IV. Pronósticos de mediano plazo	59
A. Crecimiento económico para lo que resta de 2017 y 2018	59
B. Inflación	63
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica	70
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	72
B. Endeudamiento	74
C. Precios de la vivienda	76
D. Índice de desbalance macroeconómico	77
Recuadro 3: Una nueva estimación de la cuenta corriente sostenible en Colombia	79
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	81

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	Precio internacional del trigo	17
Gráfico 4	Índice de términos de intercambio	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	Tasa de interés de los bonos soberanos a 10 años para algunas economías avanzadas	19
Gráfico 8	Crecimiento promedio de los socios comerciales (ponderado por comercio no tradicional)	19
Gráfico 9	Exportaciones totales FOB	23
Gráfico 10	Importaciones totales FOB	24
Gráfico 11	Producto interno bruto	36
Gráfico 12	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	40
Gráfico 13	Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado)	42
Gráfico 14	Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles ni vehículos automotores, desestacionalizado)	42
Gráfico 15	Encuesta mensual del comercio al por menor (comercio minorista de vehículos automotores, desestacionalizado)	42
Gráfico 16	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	43
Gráfico 17	Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	45
Gráfico 18	Producción de café	46
Gráfico 19	Indicadores de producción industrial	47
Gráfico 20	Producción de petróleo	47
Gráfico 21	Inflación total al consumidor	48
Gráfico 22	Salarios nominales	49
Gráfico 23	IPP por procedencia	50
Gráfico 24	Indicadores de inflación básica	50
Gráfico 25	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	51
Gráfico 26	IPC de no transables, sin alimentos ni regulados	51
Gráfico 27	IPC de regulados y sus componentes	51
Gráfico 28	IPC de alimentos	53
Gráfico 29	IPC de alimentos por grupos	53
Gráfico 30	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	63
Gráfico 31	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	63
Gráfico 32	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	64
Gráfico 33	Encuesta trimestral: inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve, doce y veinticuatro meses)	65
Gráfico 34	Expectativas de inflación derivadas de los TES	65

Gráfico 35	<i>Fan chart</i> de la inflación total	66
Gráfico 36	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos ni regulados	66
Gráfico 37	Corte transversal del <i>fan chart</i> de inflación total para diciembre de 2017	69
Gráfico 38	Déficit en la cuenta corriente	72
Gráfico 39	Índice de términos de intercambio	72
Gráfico 40	Activos externos netos	73
Gráfico 41	Índices de la tasa de cambio multilateral	74
Gráfico 42	Variación anual real del endeudamiento	74
Gráfico 43	Endeudamiento como proporción del PIB	75
Gráfico 44	Calidad de la cartera	75
Gráfico 45	Cartera, inversiones y TES en poder del sistema financiero	75
Gráfico 46	Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)	76
Gráfico 47	Vivienda nueva: ventas, lanzamientos e iniciaciones	77
Gráfico 48	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	78
Gráfico 49	Índice de desbalance macroeconómico	78

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	20
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	21
Cuadro 3	Balanza de pagos	28
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	38
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	39
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	49
Cuadro 7	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	63
Cuadro 8	Probabilidad estimada de que la inflación en diciembre de 2017 esté entre 2,0% y 4,0%	68
Cuadro 9	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> de la inflación total	69

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En junio de 2017 la inflación anual al consumidor completó once meses consecutivos de descenso y se situó en 3,99% (Gráfico A). El comportamiento del grupo de alimentos, y en menor medida el de transables sin alimentos ni regulados, explicaron la mayor parte del descenso de la inflación en el segundo trimestre del año. Esto indica que se siguen diluyendo los choques de oferta (El Niño y devaluación nominal del peso, principalmente) que desviaron la inflación de la meta, y es probable que sus efectos acumulados desaparezcan en el segundo semestre.

Por su parte, las cuatro medidas de inflación básica, aquellas que no incorporan los precios que responden a choques de oferta, o que son muy volátiles, se redujeron a un ritmo más lento. A junio, el promedio de estas medidas se situó en 5,09%, cifra inferior a la observada en el primer trimestre, pero aún muy superior a la meta de 3%.

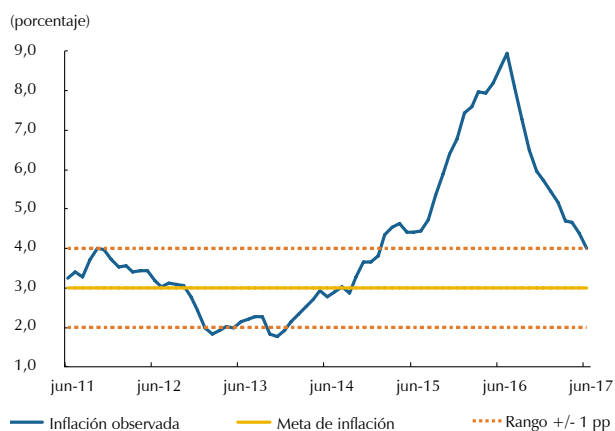
Como se explicó en el informe pasado, varios factores explican el menor descenso de la inflación básica con respecto a la total. Uno de ellos es el aumento del impuesto al valor agregado (IVA) y el de otros impuestos indirectos, cuyo mayor

impacto lo ha recibido el IPC de transables sin alimentos ni regulados. Otro es la indexación de precios y salarios, que ha elevado la persistencia de la inflación y ha retardado la desaceleración del IPC, especialmente en aquellos bienes y servicios no transables, como los arriendos.

Las expectativas de inflación siguen convergiendo a la meta. Las de los analistas económicos para diciembre de 2018 se sitúan en 3,5%, cifra similar a las expectativas de inflación que se derivan de los papeles de deuda pública a plazos más largos, las cuales se encuentran entre 3,3% y 3,6%.

En materia de crecimiento, la economía colombiana está culminando el proceso de ajuste, como respuesta

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

al deterioro del ingreso nacional registrado desde mediados de 2014. La caída en los términos de intercambio, el comportamiento de los países vecinos, y la reciente reforma tributaria, necesaria para recuperar los ingresos públicos y garantizar la sostenibilidad fiscal y externa del país, han afectado la capacidad de gasto de los hogares, y por esta vía el consumo. El menor poder adquisitivo de las familias debido al incremento de la inflación y las acciones de política monetaria necesarias para hacerla retornar al 3%, también han sido factores que han contribuido a la dinámica económica. Se ha observado alguna recuperación de la demanda externa, pero su expansión ha sido lenta, e insuficiente para impulsar de forma robusta las exportaciones del país.

Los indicadores de actividad económica del segundo trimestre sugieren que la demanda interna sigue débil. En efecto, el índice de confianza del consumidor y las ventas al por menor apuntan hacia un consumo que crece a tasas históricamente bajas. La inversión podría registrar una recuperación modesta, principalmente por el comportamiento de las obras civiles, y las exportaciones netas habrían restado al crecimiento. Con estas cifras, el equipo técnico del Banco de la República estima un crecimiento económico de 1,2%¹ para el segundo trimestre de 2017, en un rango entre 0,7% y 1,7%.

Para lo que resta de 2017 se seguiría registrando un lento crecimiento del producto, con una recuperación modesta durante el segundo semestre del año. El comportamiento de la demanda interna seguiría débil, liderado principalmente por la inversión en obras civiles. Es probable que la demanda externa y los términos de intercambio del país se sigan recuperando, en un entorno de comercio mundial más dinámico, pero la incertidumbre es alta. Por todo lo anterior, el equipo técnico redujo la proyección de crecimiento para todo 2017 desde 1,8% a 1,6%, contenida en un rango entre 1% y 2%.

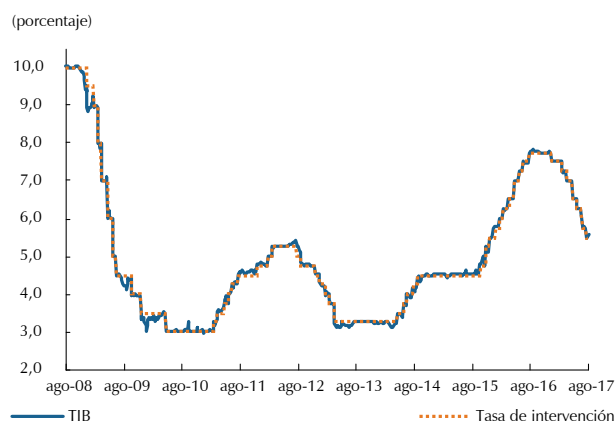
En síntesis, la economía colombiana continúa ajustándose a los fuertes choques registrados desde 2014 y es probable que el déficit en la cuenta corriente se siga corrigiendo. La dinámica del producto ha sido más débil que la proyectada, y aumentó el riesgo de que la desaceleración de la economía sea más fuerte que la compatible con el deterioro registrado en el ingreso nacional. Los choques de oferta que alejaron a la inflación de la meta se siguen diluyendo y explican la mayor parte de la desaceleración del IPC. La reversión de la inflación básica ha sido más lenta que la total, pues ha estado afectada por los mayores impuestos, los mecanismos de indexación y el incremento de la persistencia inflacionaria.

Ante esta coyuntura macroeconómica, la Junta del Banco de la República ponderó los siguientes factores en sus más recientes decisiones:

¹ El pronóstico para el segundo trimestre y para todo 2017 se realizó con la información disponible al 27 de julio.

- La creciente 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. Los indicadores recientes confirman excesos de capacidad de la economía, aunque la incertidumbre sobre su tamaño es elevada.

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 11 agosto de 2017.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

- La incertidumbre sobre la velocidad de la convergencia de la inflación a la meta del 3%. Los mecanismos de indexación y la persistencia de la inflación continúan reflejándose en el nivel de los indicadores de inflación básica, los cuales superan a la meta de inflación del 3%.
- El nivel actual de la tasa de interés real de política *ex ante* es contractivo. Esta tasa se mide teniendo en cuenta las expectativas de inflación, las cuales se vienen reduciendo.

Al analizar lo anterior, entre mayo y julio del presente año la Junta Directiva decidió reducir la tasa de interés de referencia en 100 pb (en mayo -25 pb; junio -50, y julio -25 pb) (Gráfico B). Reducciones adicionales tendrán en cuenta el balance de riesgos entre una convergencia lenta de la inflación al 3% y una mayor desaceleración de la actividad económica con respecto a lo previsto.

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

Asistente del Departamento de Programación e Inflación

Gloria Sarmiento

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Franz Hamann (director), Jesús Antonio Bejarano (jefe de sección), Carlos Leonardo Barreto Vargas, Juliana Gamboa 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

Los pronósticos de crecimiento económico de los socios comerciales para 2017 y 2018 no se modificaron significativamente en este Informe. Se continúa anticipando una recuperación del crecimiento, aunque a tasas menores que las observadas en los años anteriores.

La reducción de los precios internacionales del petróleo observada en el segundo trimestre llevó a revisar a la baja su pronóstico para lo que resta de 2017 y para 2018.

Durante el primer trimestre de 2017, el déficit corriente del país fue de 4,4% como proporción del PIB, inferior al 5,9% de un año atrás.

Se espera que el desbalance externo, tanto en dólares como en porcentaje del PIB, se siga ajustando en lo que resta de 2017.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

El contexto externo enfrentado por Colombia ha mostrado pocos cambios con respecto al *Informe sobre Inflación* anterior. Los datos disponibles indican que al segundo trimestre de 2017 las economías desarrolladas continúan recuperándose y China habría crecido algo por encima de lo esperado. Por otro lado, en América Latina la actividad económica ha resultado ser menos dinámica que la anticipada anteriormente.

Los mercados financieros han mostrado una notable estabilidad, a pesar de algunos incrementos de volatilidad asociados con episodios de incertidumbre política. Aunque la Reserva Federal (Fed) ha seguido incrementando su tasa de interés de política, las condiciones financieras continúan siendo favorables para los mercados emergentes. Lo anterior se refleja en los niveles relativamente bajos de las primas de riesgo y en constantes entradas de capital a las economías emergentes. El principal cambio en el contexto internacional, frente a lo presentado hace un trimestre, fue la revisión a la baja en los pronósticos de los precios internacionales del petróleo. En lo corrido de 2017 los precios de la referencia Brent fluctuaron entre los 45 y 55 dólares por barril. Esto sugiere que precios cercanos al límite

Durante el segundo trimestre las condiciones financieras globales continúan siendo favorables para las economías emergentes.

superior de este intervalo estimulan excesivamente la oferta. A pesar de que esto habría afectado los términos de intercambio del país, estos siguen mostrando una recuperación con respecto a 2016.

1. Actividad real, inflación y política monetaria

Al cierre estadístico de este *Informe*¹, el PIB de los Estados Unidos del primer trimestre fue revisado al alza, al haber reportado un crecimiento de 1,4% trimestral anualizado (t. a.). Esta cifra continuó siendo inferior a la del cuarto trimestre (2,1% t. a.). Sin embargo, la información del segundo trimestre apunta a que esta desaceleración sería transitoria, dados los buenos resultados del mercado laboral y de la confianza de los consumidores. Lo anterior apunta a un crecimiento económico que sigue estando fundamentado en el consumo. El comportamiento de la inversión también habría contribuido positivamente al crecimiento del primer trimestre y continuaría haciéndolo en el segundo trimestre, de acuerdo con los indicadores de confianza empresarial.

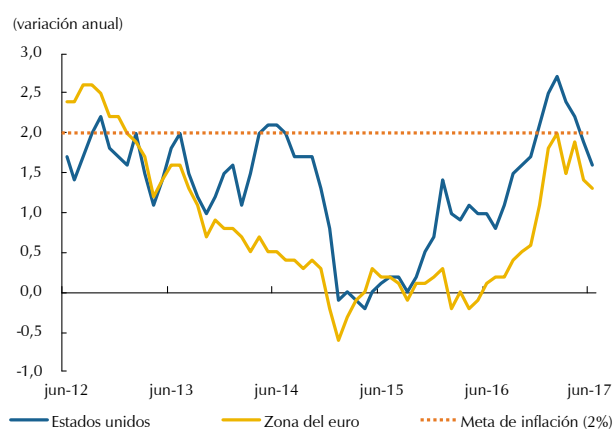
En la zona del euro los registros de crecimiento continúan reflejando una recuperación continuada. Estos resultados positivos se explican por la demanda interna y las exportaciones netas. Con respecto a lo reportado en el informe anterior, en esta ocasión se percibe una menor incertidumbre asociada con factores políticos, lo cual ha permitido que la confianza del consumidor se ubique en los niveles más altos de los últimos dieciséis años. Este hecho, junto con los continuados incre-

mentos de los indicadores del sector manufacturero y el constante descenso en las tasas de desempleo, auspicia buenos resultados de crecimiento para el segundo trimestre.

A pesar de la mayor actividad económica de las economías avanzadas, en los últimos meses se ha observado una tendencia descendente en la inflación total. A junio en los Estados Unidos y en la zona del euro la variación anual del índice de precios al consumidor estaría ahora significativamente por debajo de sus respectivas metas de inflación (Gráfico 1).

En el caso de los Estados Unidos, el mercado ha revisado sus expectativas de inflación, la cual solo podría ubicarse por encima de la meta implícita de 2% de la Fed hacia el segundo trimestre de 2018.

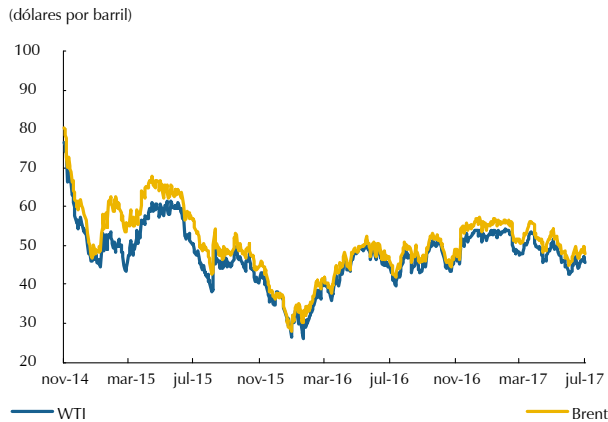
Gráfico 1
Indicadores de inflación anual total en los Estados Unidos y la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

1 Correspondiente a la reunión de la JDBR del día 27 de julio de 2017.

Gráfico 2
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



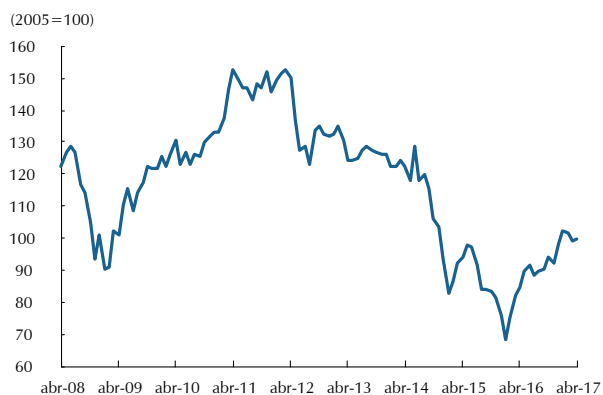
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3
Precio internacional del trigo^{a/}



a/ Usando referencia trigo rojo blando (wheat N° 2, soft red).
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4
Índice de términos de intercambio
(metodología comercio exterior)



Fuente: Banco de la República.

2. Precios de los productos básicos

Como se mencionó, el desarrollo más importante en el contexto internacional enfrentado por el país fue la caída (no anticipada en el informe anterior) de los precios internacionales del petróleo, que se ha observado desde el mes de mayo. Esto por noticias sobre mayores inventarios y producción en los Estados Unidos y en otros países, y a pesar de los anuncios de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de recortes en la producción (Gráfico 2).

En cuanto a los precios internacionales del carbón, estos han continuado en los buenos niveles alcanzados a finales de 2016, debido a la relajación de la regulación en China. Inicialmente las medidas estaban dirigidas a restringir la oferta, limitando el número de días en los cuales las minas podían operar; su relajación ha incrementado la oferta y estabilizado los precios.

En lo corrido de 2017 los precios internacionales del café han mostrado una tendencia descendente, explicada por una normalización de la oferta mundial, en la medida en que se han disipado choques negativos de oferta, asociados en su mayor parte con factores climáticos.

En los precios de las materias primas agrícolas se resalta el importante incremento que se ha visto en las cotizaciones del trigo. Desde mayo de 2017 se ha observado una fuerte tendencia creciente en su precio, explicada por temores de sequía en el altiplano de los Estados Unidos (Gráfico 3). Al ser Colombia importador de este bien, este hecho podría afectar negativamente los términos de intercambio, lo que, además, representa un riesgo al alza sobre el precio doméstico de los alimentos.

Así, durante el segundo trimestre, los términos de intercambio del país habrían mostrado alguna moderación, asociada principalmente con los menores precios del petróleo. Sin embargo, a abril continúan en niveles superiores a los observados durante 2015 y 2016 (Gráfico 4).

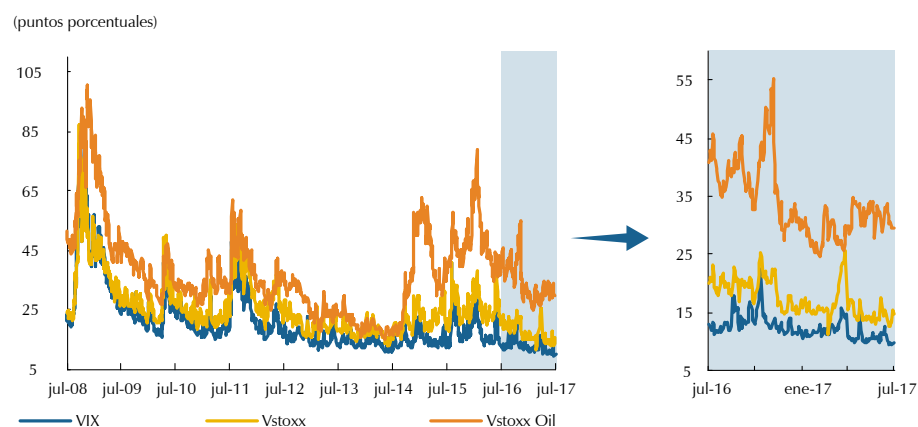
3. Mercados financieros

En términos generales, durante el segundo trimestre se ha observado una notable estabilidad en los mercados

financieros globales, reflejada en los bajos niveles de los índices de volatilidad (Gráfico 5). Esta tendencia ha persistido en lo corrido de 2017, a pesar de la aún elevada percepción de incertidumbre política. Así, existe un gran apetito por riesgo, que se ha expresado en las primas. Lo anterior se ha reflejado en América Latina en sus *credit default swaps* (CDS), que durante el segundo trimestre mostraron una notable estabilidad, e inclusive una leve tendencia descendente (Gráfico 6). En este contexto no se han observado salidas de capital desde las economías de la región, pese a sus menores perspectivas de crecimiento.

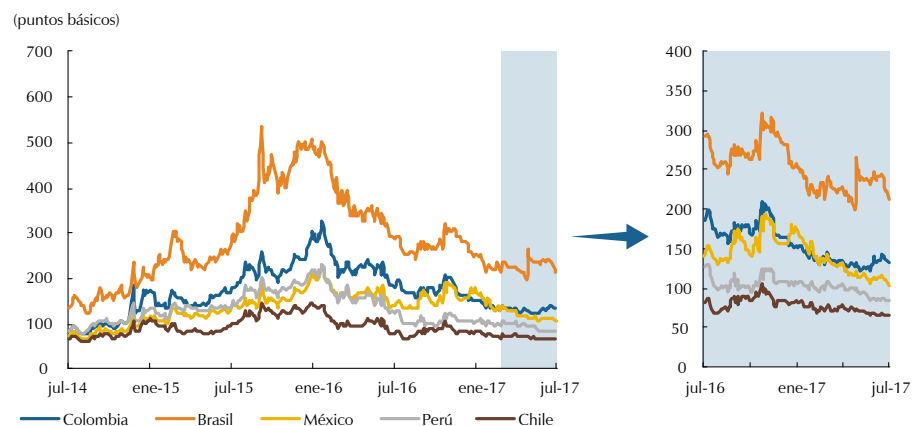
Las tasas de interés de largo plazo de las economías avanzadas, aunque se encuentran en niveles algo mayores que los observados durante 2016, siguen siendo históricamente bajas y han mostrado alguna leve tendencia descendente (Gráfico 7). Esto, probablemente, debido a la moderación de las expectativas de crecimiento, en especial de la economía estadounidense. Aunque recientemente las economías avanzadas muestran alguna dinámica positiva, hacia adelante existen dudas que sugieren una moderación. En particular, el actual balance político en los Estados

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.

Gráfico 7
Tasa de interés de los bonos soberanos a 10 años para algunas economías avanzadas

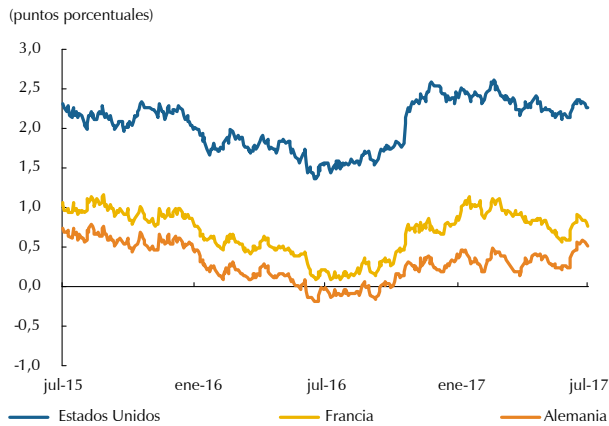
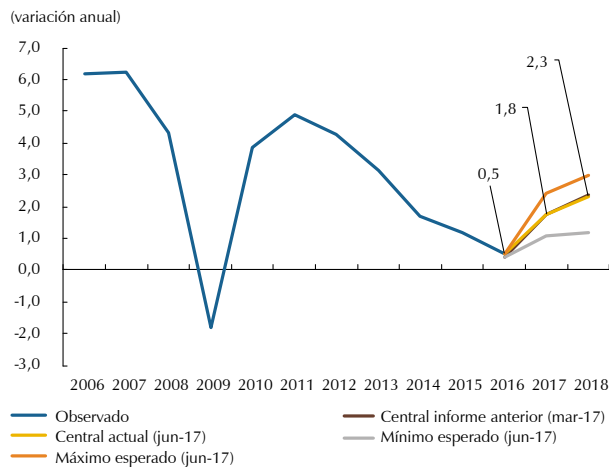


Gráfico 8
Crecimiento promedio de los socios comerciales (ponderado por comercio no tradicional)



Unidos pone en duda la capacidad de su gobierno de implementar políticas que impulsen el crecimiento económico, ya sean estímulos fiscales o reducciones en impuestos.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

El pronóstico de crecimiento económico de los socios comerciales de Colombia no cambió significativamente con respecto al informe anterior. Aunque se presentaron algunas revisiones a la baja en algunos, estas no fueron de consideración, y fueron compensadas por algunas revisiones al alza en otros. Así, se proyecta una expansión económica (ponderada por el comercio no tradicional) de 1,8% anual para 2017 y de 2,3% para 2018 (Gráfico 8). Las siguientes fueron las revisiones de los pronósticos del escenario central con respecto al informe anterior (Cuadro 1):

- En los Estados Unidos se revisó levemente a la baja el crecimiento para 2017 y 2018, debido a su debilidad económica durante el primer trimestre y a la menor probabilidad de implementación de estímulos fiscales o reducciones de impuestos en un futuro cercano.
- En la zona del euro se revisó al alza el crecimiento para 2017, debido a los buenos resultados del primer trimestre y a la relativa estabilidad política, que ha impulsado la confianza de consumidores y empresarios. Sin embargo, para 2018 se revisó a la baja, debido a un posible impacto del *brexit*, mayor que el anticipado antes.

- El crecimiento de China para 2017 se revisó al alza, puesto que en el primer semestre esta economía mostró resultados mejores que los esperados. Para 2018 el pronóstico permaneció inalterado.
- En Brasil se redujeron los pronósticos para 2017 y 2018, debido a la mayor incertidumbre política observada recientemente. Este fenómeno afectaría de manera negativa el crecimiento durante los próximos años.
- En Ecuador y Venezuela se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento para 2017 y 2018 debido a los menores precios del petróleo, tanto los observados como los previstos.
- En Perú se revisó a la baja el crecimiento para 2017, puesto que las recientes inundaciones parecen haber afectado su desempeño de manera

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	1,6	1,8	2,2	2,6	1,0	2,2	3,0
Zona del euro	1,7	1,4	1,8	2,2	0,5	1,6	2,2
Venezuela ^{a/}	(12,0)	(10,0)	(7,0)	(2,0)	(5,0)	(1,0)	1,0
Ecuador	(1,5)	(1,5)	0,0	0,8	(1,5)	0,5	1,5
China	6,7	6,2	6,6	6,8	5,2	6,2	6,8
Otros socios							
Brasil	(3,6)	(0,3)	0,4	1,0	0,4	2,1	3,2
Perú	3,9	2,4	3,0	3,6	3,0	4,0	5,0
México	2,3	1,2	2,0	2,8	1,0	2,2	3,0
Chile	1,6	0,8	1,4	2,0	1,0	2,6	3,5
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales) ^{a/}	0,5	1,1	1,8	2,4	1,2	2,3	3,0

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

significativa. Aunque el impulso de la reconstrucción se sentiría principalmente hacia 2018, no se modificó el pronóstico para este año.

- El crecimiento esperado de Chile para 2017 se redujo, debido a que la huelga minera habría tenido un efecto negativo importante sobre el PIB del primer trimestre, mayor que el esperado en el informe anterior. El pronóstico para 2018 no se modificó.
- En América Latina la excepción es México, donde se revisó al alza el crecimiento esperado para 2017. Lo anterior se explica por la resiliencia mostrada por esta economía a la incertidumbre asociada con el nuevo gobierno de los Estados Unidos. Dado el balance político poco favorable para el gobierno estadounidense, ahora se considera menos probable que este implemente políticas que afecten negativamente a la economía mexicana.

El escenario central aquí presentado implicaría una inflación de las economías avanzadas que retornaría a niveles cercanos a sus respectivas metas hacia finales de 2017. Esto implicaría una política monetaria que se contraería lentamente en los Estados Unidos, con una subida de tasa de política adicional en lo restante de 2017 y otra durante 2018. Cabe resaltar que en el escenario central aquí presentado no se consideran los efectos que podría tener el programa anunciado por la Fed de reducción de su hoja de balance.

Naturalmente, el escenario central contemplado en este *Informe* implica riesgos a alza y a la baja. Aunque con respecto al informe anterior ahora se perciben menores riesgos a la baja, el balance de riesgos continúa mostrando un sesgo negativo. Los principales riesgos a la baja considerados en esta ocasión son:

- *Estabilidad financiera en China*: los niveles de apalancamiento en China continúan representando un riesgo para la estabilidad financiera global. Por tanto, no se puede descartar que peores condiciones financieras en esta economía conduzcan a un crecimiento menor que el esperado.
- *Menor inversión en los Estados Unidos que en el escenario central*: buena parte de las expectativas del mayor crecimiento estadounidense 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 negativamente el crecimiento.

El principal riesgo al alza considerado es:

- *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 ups* en varios mercados). Si este riesgo se materializa, impulsaría una política monetaria más expansiva en los Estados Unidos o en la zona del euro que la contemplada en el escenario central.

En cuanto a los pronósticos del precio de las materias primas, en el escenario central la revisión más importante se dio para el petróleo (Cuadro 2). Aunque se siguen esperando precios del petróleo más altos que los observados durante 2016, se revisaron a la baja con respecto al informe anterior. Esto, en vista de los menores registros observados en lo corrido de 2017. Por tanto, se anticipa una mayor oferta mundial de crudo en lo restante del año y durante 2018. Este pronóstico supone un cumplimiento parcial de los acuerdos de la OPEP y que el mayor crecimiento económico en las economías avanzadas y en China estimularía la demanda, impidiendo mayores descensos en los precios.

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	48	51	54	37	52	57
Carbón (dólares por tonelada)	54,2	55	68	80	45	57	75
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	1,55	1,40	1,55	1,70	1,30	1,60	1,90
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	9.638	9.000	10.000	11.500	9.000	10.500	13.000
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.249	1.400	1.220	1.100	1.500	1.250	1.100

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

En el primer trimestre de 2017 el déficit en la cuenta corriente del país se redujo principalmente por el menor déficit comercial, debido en mayor medida a la mejora en los precios de exportación.

B. BALANZA DE PAGOS

1. Resultados para el primer trimestre de 2017

Durante el primer trimestre de 2017 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 3.182 m, inferior en USD 364 m al de un año atrás. Como proporción del PIB, el déficit se ubicó en 4,4%, lo que significó una reducción de 1,5 puntos porcentuales (pp) frente al 5,9% observado en 2016.

Lo anterior se explica en mayor medida por la reducción del déficit comercial de bienes y, en menor medida, por el de servicios, así como por los mayores ingresos por transferencias. Por el contrario, los egresos por renta factorial aumentaron, presionando al alza el déficit. Los ingresos corrientes registraron un crecimiento (19,7%) mayor al de los egresos (12,6%), resultado de la mejora de los términos de intercambio del país, debido al incremento de los precios de exportación. Es importante anotar que la evolución del déficit corriente a marzo de 2017 fue acorde con la tendencia esperada y presentada en el informe anterior, en el cual se estimaba un déficit en la cuenta corriente alrededor de USD 3.233 m.

El déficit comercial de bienes disminuyó en los primeros tres meses del año en USD 1.025 m, gracias principalmente al crecimiento de las exportaciones por USD 1.745 m (24,5%), que más que compensó el incremento de las importaciones (USD 720 m, 7,1%). 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 similares a los de un año atrás. Por otro lado, el incremento de las compras externas del país fue consistente con la apreciación de la tasa de cambio en el primer trimestre, así como con la leve recuperación del consumo durable.

En cuanto al déficit de la cuenta de servicios, este se contrajo en USD 86 m en el mismo período, debido al mayor incremento relativo de las exportaciones frente al de las importaciones. Por el lado de las ventas externas, sobresale el incremento de los ingresos originados por el aumento de viajeros no residentes y de su gasto en el país, así como los mayores ingresos por la venta de servicios de seguros y financieros, empresariales y de construcción. En 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.

Con relación a las transferencias corrientes netas, estas aumentaron anualmente en 1,9%, gracias, sobre todo, al crecimiento de las remesas de trabajadores (3,9% anual). En esta última partida, los aumentos más importantes se observaron en las remesas enviadas desde los Estados Unidos y algunos países latinoamericanos.

A su vez, dentro de los egresos en el primer trimestre de 2017 se observó un incremento de la renta factorial por USD 773 m, que se atribuye, por un lado, a las mayores utilidades de las firmas con inversión extranjera en el país del sector

El crecimiento del valor exportado se explicó principalmente por las mayores ventas externas de petróleo crudo y sus derivados, y carbón.

petrolero y minero y, por el otro, a los mayores pagos de intereses asociados a préstamos y títulos de deuda externa.

En cuanto al financiamiento externo, en lo corrido de 2017 a marzo se observaron entradas netas de capital por USD 2.858 m, inferiores a las de un año atrás cuando se ubicaron en USD 3.698 m. Durante este período, la inversión directa neta (USD 1.799 m) disminuyó en USD 1.935 m, debido principalmente a las menores entradas de inversión extranjera directa (IED), como resultado del efecto base por la venta de Isagén en el primer trimestre de 2016. Las empresas pertenecientes al sector manufacturero, petrolero y comercio fueron las que más aportaron a la IED. Por concepto de inversiones extranjeras de cartera, el país recibió entradas por USD 1.982 m, al tiempo que constituyó activos financieros en el exterior por USD 2.059 m. Los recursos recibidos en el primer trimestre del año se originaron mayoritariamente en la compra de acciones y TES por parte de inversionistas extranjeros en el mercado local y, en menor medida, en la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales, en su mayoría emitidos por el Gobierno y entidades del sector público.

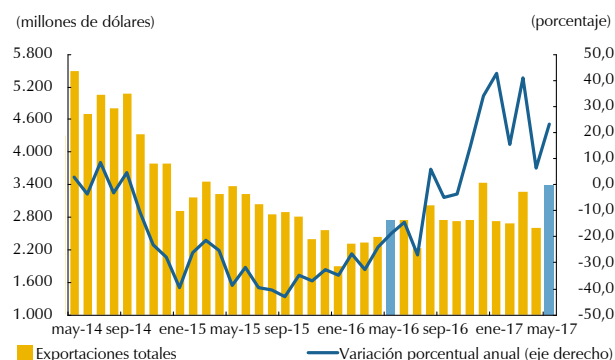
En cuanto a otros flujos de capital, el país registró entradas netas por USD 1.228 m, originados especialmente en liquidaciones de activos en el exterior y, en menor medida, en desembolsos netos, principalmente préstamos contratados con organismos multilaterales. Durante el período de análisis, las reservas internacionales por transacciones de la balanza de pagos aumentaron en USD 93 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 segundo trimestre de 2017

De acuerdo con la información disponible, se estima una leve reducción en dólares del déficit en la cuenta corriente del segundo trimestre de 2017 frente al mismo período de 2016. Como proporción del PIB, este se ubicaría cerca al 3,5%, inferior al 3,9% de igual período de un año atrás. Con respecto al comercio exterior de bienes, los datos muestran que en el bimestre abril-mayo las exportaciones totales en dólares aumentaron en USD 802 m (15,5%) frente al año anterior (Gráfico 9), principalmente por el mayor valor exportado de carbón, petróleo crudo y oro. En cuanto a las importaciones *free on board* (FOB)², en dicho pe-

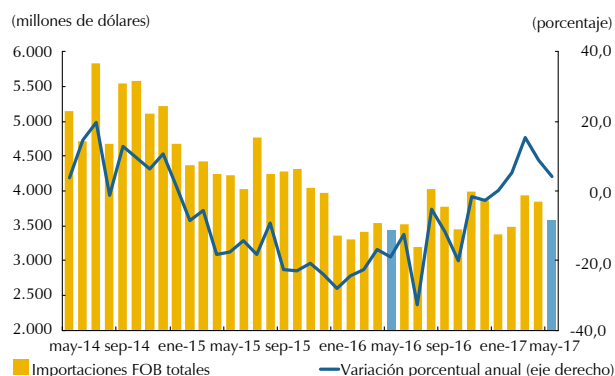
Gráfico 9
Exportaciones totales FOB
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2 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 abril-mayo las importaciones CIF totalizaron USD 7.761 m, lo que representa un crecimiento de 6,5% anual.

Gráfico 10
Importaciones totales FOB
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

río estas se incrementaron en USD 454 m (6,5% en términos anuales), debido, en gran medida, a la mayor adquisición de equipo de transporte, en su mayoría aeronaves. Las compras externas de combustibles también contribuyeron de manera positiva al crecimiento de las importaciones totales, en tanto que los bienes de consumo continúan mostrando contracciones en términos anuales (Gráfico 10) (véase sombreado, p. 25).

Por otra parte, se espera que para el segundo trimestre el déficit de servicios no factoriales sea menor al registrado en igual período de un año atrás y que se mantengan los egresos netos por renta factorial, esto último debido al impacto de las mayores tasas de interés externas sobre

las inversiones colombianas en el exterior, lo cual compensaría el incremento de las utilidades de las empresas con IED que operan en el sector mineroenergético. Igualmente, se espera 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 trimestre de 2017.

En relación con los flujos de capital, se estima que durante el segundo trimestre de 2017 los recursos de IED alcancen niveles similares a los observados en igual período de un año atrás. Por otra parte, la información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria muestra que entre abril y junio hubo una reducción anual y trimestral de los recursos de inversión extranjera de portafolio del sector privado³. A lo anterior se sumarían recursos provenientes de créditos externos con la banca multilateral (obtenidos especialmente por el Gobierno y otras entidades del sector público) y, en menor medida, provenientes de colocaciones de bonos por parte de empresas del sector privado.

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 11.461 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

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.

3 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 PRIMER TRIMESTRE DE 2017 Y LO CORRIDO DEL SEGUNDO

Primer trimestre de 2017:

Para el primer trimestre de 2017 se registró un crecimiento de las exportaciones totales en dólares de 32,4% con respecto al mismo período del año anterior, debido a mayores ventas externas de los bienes de origen minero y agrícola, impulsadas por la recuperación de sus precios internacionales¹. En los productos de origen minero se destaca el aumento del 47,1% en las exportaciones de petróleo crudo y del 82,7% en las de carbón, mientras que en los de origen agrícola, el café registró el incremento más importante: 41,6% anual (Cuadro A).

En cuanto a las exportaciones de bienes no tradicionales (en su mayoría manufacturas), cayeron 1,4% anual, hecho relacionado con el lento crecimiento económico de los principales socios comerciales de estos productos. Por destinos, las exportaciones más afectadas de este tipo de bienes fueron las dirigidas a Venezuela, las cuales registraron una disminución de 72,7%. A su vez, las ventas hacia los Estados Unidos se redujeron 2,0%, mientras que hacia México y Asia crecieron en cuantía importante, 26,0% y 25,3% anual, respectivamente (Gráfico A).

Con respecto a las importaciones FOB en dólares, en el primer trimestre del año se observó un crecimiento de 7,0% anual, debido a aumentos en las compras externas de los tres grupos de bienes: intermedios (7,1%), de consumo (7,7%) y de capital (6,2%) (Gráfico B).

Bimestre abril-mayo de 2017:

En el bimestre abril-mayo de 2017 disminuyó el impulso de los precios internacionales del petróleo y el café²; sin embargo, el precio del carbón mantuvo en promedio un nivel de 61% mayor frente al mismo período de 2016.

Acorde con lo anterior, en el bimestre analizado las exportaciones totales en dólares crecieron 15,5% anual, impulsadas en su mayoría por las ventas externas de bienes de origen minero, destacándose el aporte del carbón y el petróleo crudo. Por su parte, los bienes de origen agrícola cayeron 7,2%,

respondiendo a descensos en sus tres componentes, siendo el del café el de mayor impacto (Cuadro B).

Con relación a las exportaciones no tradicionales (en su mayoría manufactureras), para el bimestre se observó un leve crecimiento de 0,2% en términos anuales (Gráfico C), influenciado por el incremento de las ventas externas al grupo resto de Aladi³ (11,8%), los Estados Unidos (7,8%) y Ecuador (11,6%), principalmente. Por su parte, las ventas de este tipo de bienes hacia México y Venezuela descendieron a una tasa anual de 12,2% y 57,8%, respectivamente.

En lo que respecta a las importaciones FOB, en este período continuó el crecimiento anual de 6,5%, asociado con aumento en el valor importado de bienes de capital (16,3%) y de bienes intermedios (6,8%). Por su parte, las compras externas de bienes de consumo cayeron 5,8% anual, con descensos en los bienes durables (-4,5%) y no durables (-6,9%). Al discriminar a mayor detalle, en el mes de abril el principal aumento del valor de las importaciones se dio en la adquisición de aeronaves; sin embargo, excluyendo su efecto, las importaciones totales y de bienes de capital mantienen tasas positivas de crecimiento, tanto en dicho mes como en el bimestre analizado.

1 En particular, el precio promedio del Brent, el carbón y el café aumentó anualmente 55%, 79% y 16%, respectivamente.

2 El precio promedio del Brent creció 15% anual, mientras que el del café lo hizo en 6%.

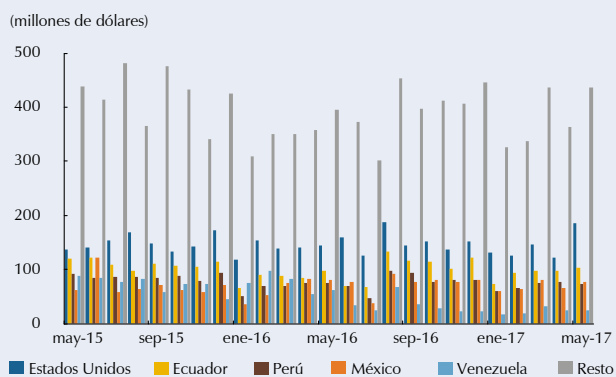
3 Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi), sin Venezuela, Ecuador, Perú ni México.

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

Grupo	Variación anual	Rubros con importantes contribuciones a la variación anual	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total exportaciones	32,4		
Bienes de origen minero	59,1	Petróleo crudo	47,1
		Carbón, lignítico y turba	82,7
Resto de exportaciones ^{a/} (No tradicionales)	(1,4)	Alimentos, bebidas y tabaco (sin café)	(12,1)
		Productos textiles	(14,5)
		Hacia Venezuela	(72,7)
		Hacia Estados Unidos	(2,0)
		Hacia la Unión Europea	(1,2)
Bienes de origen agrícola	24,6	Café	41,6
		Banano	15,8
		Flores	5,5
Total importaciones	7,0		
Bienes de capital	6,2	Equipo de transporte	17,3
		Bienes de capital para la industria	2,4
Bienes intermedios	7,1	Materia primas para la industria	10,3
		Materia primas para la agricultura	18,6
Bienes de consumo	7,7	Bienes durables	15,0
		Bienes no durables	1,9

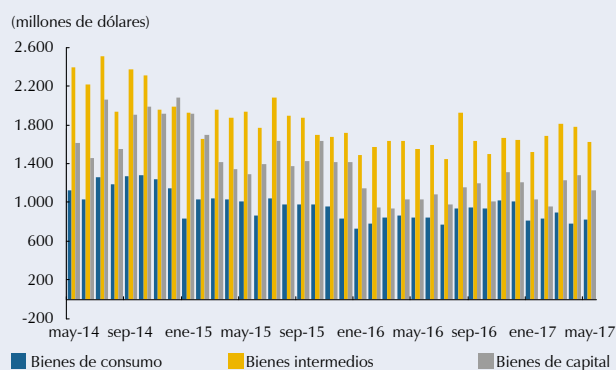
a/ Este grupo no incluye petróleo ni derivados, carbón, ferróníquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. En su mayoría son exportaciones manufactureras.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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.

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



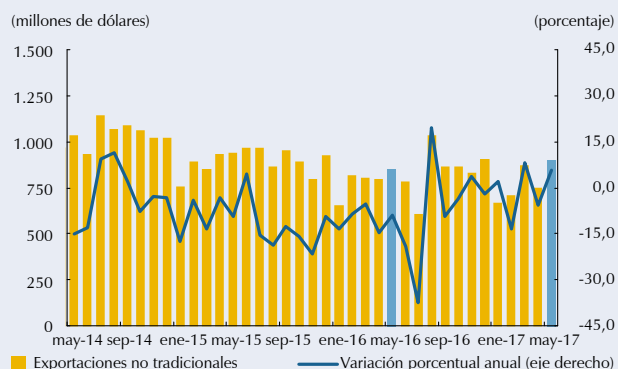
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro B
Exportaciones e importaciones FOB en dólares para lo corrido del segundo trimestre de 2017, abril-mayo
(porcentaje)

Grupo	Variación porcentual anual	Rubros con importantes contribuciones a la variación anual	
		Rubro	Variación porcentual anual del rubro
Total exportaciones	15,5		
Bienes de origen minero	32,7	Carbón, lignítico y turba	59,8
		Petróleo crudo	19,2
Resto de exportaciones ^{a/} (No tradicionales)	0,2	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	27,0
		Minerales no metálicos y metales básicos	16,0
		Hacia resto de ALADI ^{b/}	11,8
		Hacia Estados Unidos	7,8
		Hacia Ecuador	11,6
Bienes de origen agrícola	(7,2)	Café	(6,8)
		Flores	(12,4)
		Banano	(1,5)
Total importaciones	6,5		
Bienes de capital	16,3	Equipo de transporte	59,2
		Bienes de capital para la industria	2,4
Bienes intermedios	6,8	Combustibles	36,9
		Materias primas para la agricultura	14,3
Bienes de consumo	(5,8)	Bienes no durables	(6,9)
		Bienes durables	(4,5)

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 y México.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico C
Exportaciones 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.

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

	2013	2014	2015pr	2016pr	2017 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	(12.501)	(19.611)	(18.642)	(12.236)	(11.461)
Porcentaje del PIB	(3,3)	(5,2)	(6,4)	(4,3)	(3,7)
A. Bienes y servicios	(3.158)	(11.858)	(18.543)	(13.008)	(11.117)
B. Ingreso primario (renta de los factores)	(14.230)	(12.375)	(5.528)	(5.074)	(6.462)
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	4.887	4.622	5.430	5.846	6.118
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(11.738)	(19.332)	(18.096)	(12.818)	(11.461)
Porcentaje del PIB	(3,1)	(5,1)	(6,2)	(4,5)	(3,7)
A. Inversión directa (ii-i)	(8.557)	(12.265)	(7.514)	(9.171)	(7.504)
i. Extranjera en Colombia (IED)	16.209	16.164	11.732	13.687	10.874
ii. Colombiana en el exterior	7.652	3.899	4.218	4.516	3.371
B. Inversión de cartera	(7.438)	(11.565)	(10.283)	(3.716)	(4.360)
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	(2.690)	61	(714)	(97)	(189)
D. Activos de reserva	6.946	4.437	415	165	592
Errores y omisiones (E Y O)	763	279	546	(582)	0

(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.

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 por el incremento de sus precios que de sus volúmenes de exportación. Adicionalmente, se elevó el pronóstico de crecimiento del resto de exportaciones (distintos a mineros y principales agrícolas), resultado del desempeño mostrado en la primera mitad 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 4,0%. Este incremento estaría impulsado por el dinamismo esperado de algunos componentes de la inversión y, en menor medida, por las mayores compras externas de bienes de consumo durable. Frente a la proyección efectuada en el informe anterior, se revisó al alza el supuesto de crecimiento de las importaciones, en especial por el comportamiento que estas han mostrado en el segundo trimestre del año, como se menciona más adelante.

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 similar al observado un año atrás. Por un lado, se estima un crecimiento de los ingresos,

asociados en gran medida con el turismo, debido al mayor número y gasto esperado de viajeros extranjeros en Colombia (véase sombreado, p. 30). En cuanto a los egresos, se prevé un mayor pago de fletes, dado el crecimiento de las importaciones y del mayor precio de petróleo en promedio. También, se contemplan aumentos de las importaciones de servicios vinculados con la actividad petrolera.

Finalmente, se esperan mayores ingresos netos por transferencias, particularmente debidos al mayor crecimiento esperado en los Estados Unidos y Europa (véase la sección A de este capítulo).

En cuanto a los flujos de capital, para 2017 se espera que los recursos por inversión directa, a pesar de ser menores a los registrados en 2016, sean la principal fuente de financiamiento, seguidos de la inversión de cartera y otros préstamos y créditos externos (Cuadro 3). Los flujos por IED en Colombia registrarían una caída anual de 20,5%, producto del efecto base de los recursos de la venta de Isagén en 2016. Descontada dicha operación, la IED crecería 4,7%, jalonada por las mayores inversiones al sector mineroenergético, manufacturero y comercio.

Adicional a esto, se esperan entradas netas de capital por inversiones de cartera, en gran parte asociadas con la colocación de bonos a cargo del Gobierno y con la compra de acciones en el mercado local por parte de inversionistas extranjeros. También, se estiman recursos por compra de TES a cargo de extranjeros, aunque sin alcanzar los montos observados en 2016.

La corrección del déficit externo esperada para 2017 se explicaría por un crecimiento de los ingresos externos, mayor a la de los egresos.

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 3,3% y uno alto de 4,2%.

Para 2018 se proyecta un déficit en la cuenta corriente en dólares similar al estimado para 2017, lo que implica una ligera reducción como proporción del PIB en cerca del 3,5%. En 2018 se espera 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 estuvieron impulsadas en mayor medida 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 a 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 y renta factorial.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL COMERCIO EXTERIOR DE SERVICIOS

Históricamente, el comercio exterior de servicios del país se ha caracterizado por registrar una balanza comercial negativa, contribuyendo de manera importante al déficit en la cuenta corriente que se ha observado desde el año 2001. En 2014 el déficit de servicios alcanzó un valor como porcentaje del PIB de 1,9%, luego de una larga tendencia crecientemente deficitaria (Gráfico A). Diversos factores incidieron en dicho resultado, entre ellos, el crecimiento de la demanda interna, la tendencia alcista del precio del petróleo que se traducían en mayores importaciones de servicios técnicos y la apreciación del tipo de cambio, entre otros.

A mediados de 2014 con la fuerte e inesperada caída del precio del petróleo y sus efectos sobre diversas variables de la economía colombiana, el balance externo empezó a experimentar un proceso de ajuste. Este ha estado caracterizado, entre otros factores, por una desaceleración de la actividad económica y una depreciación del tipo de cambio que han conllevado a una reasignación de recursos entre sectores, pero en especial han desincentivado la demanda por servicios importados, e impulsado algunos rubros, como por ejemplo los ingresos derivados del turismo. En efecto, entre 2014 y 2017 a marzo, el déficit comercial de servicios se redujo significativamente, debido a un efecto conjunto de mayores ingresos y menores egresos. Según la balanza de pagos, en el primer trimestre de 2017 el déficit de servicios como proporción del PIB fue de 0,9% (Gráfico A), muy por debajo de los niveles promedio observados previamente.

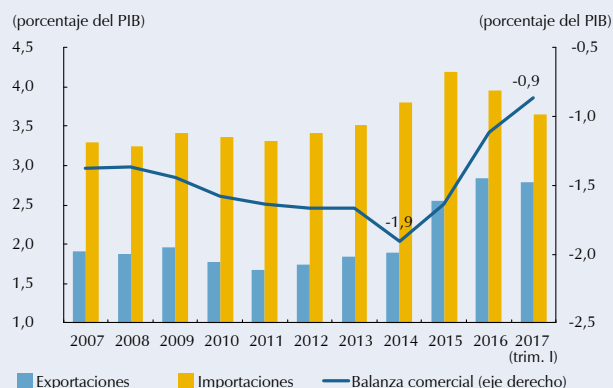
En relación con la reducción de los egresos en los últimos años, esta ha sido generalizada, destacándose las menores importaciones de servicios empresariales asociados con servicios técnicos petroleros para exploración y producción, así

como con la caída en el pago de fletes y el menor gasto en viajes y tiquetes de colombianos en el exterior, rubros que en conjunto representan cerca del 75% del total de importaciones de servicios. Todo lo anterior como resultado, entre otros factores, del menor dinamismo del ingreso nacional, de los bajos precios y perspectivas en el precio del crudo y del mayor tipo de cambio.

Por otra parte, la dinámica de los ingresos por servicios ha dependido principalmente de las ventas que se derivan de la prestación de servicios turísticos (incluyendo tiquetes) y de negocios en Colombia a no residentes y, en menor medida, de la venta de servicios profesionales, de consultoría en administración de empresas y de call center por parte de empresas filiales a sus casas matrices y compañías vinculadas. Los ingresos por turismo han sido crecientes en la última década (Gráfico B), llegando a representar el 73% del total exportado de servicios en 2016, superior al 65% de 2007. Para 2016 las exportaciones por turismo (USD 5.835 m) aumentaron anualmente un 11,5%, siendo el tercer principal rubro de ingresos después de las exportaciones de petróleo y sus derivados (USD 10.422 m) y de productos industriales (USD 9.811 m), superando inclusive los ingresos provenientes de otras exportaciones de bienes básicos, como carbón, oro, café, y flores.

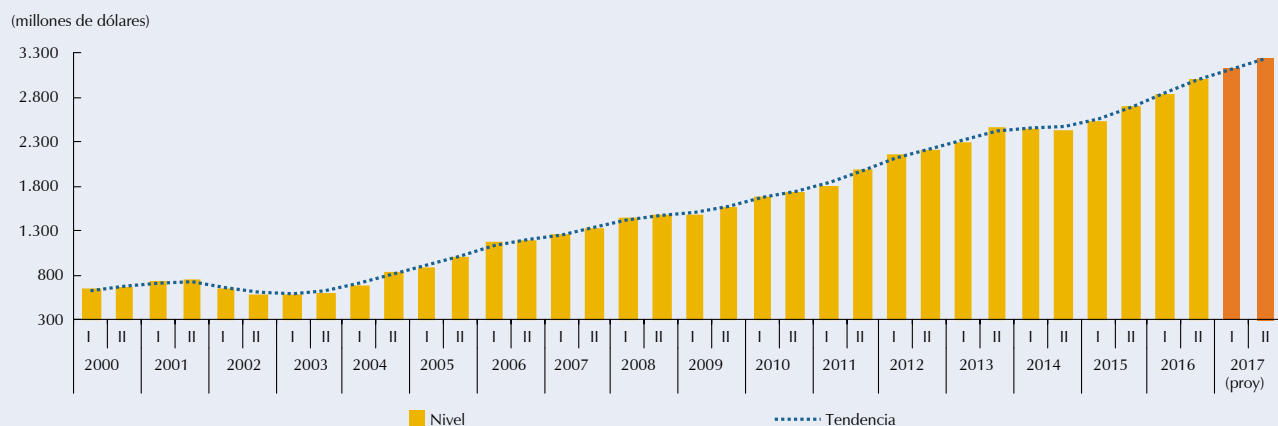
El desempeño reciente de los ingresos por turismo ha estado asociado con varios fenómenos que han hecho más atractivo el país, entre ellos la depreciación del peso, que abarata los viajes de los extranjeros en el país, y el mejoramiento de las condiciones internas de seguridad. Todo lo anterior se traduce en un incremento significativo del número de pasajeros internacionales, los cuales, según la Aeronáutica Civil, casi que se triplicó entre 2005 y 2016, creciendo a tasas anuales promedio del 10,5% en dicho período. Se prevé que dicho dinamismo continúe en lo que resta de este año, jalonado en gran parte por los factores ya mencionados.

Gráfico A
Comercio exterior de servicios no factoriales



Fuente: Banco de la República.

Gráfico B
Ingresos por turismo^{a/}
 (millones de dólares, cifras semestrales)



Nota: datos desestacionalizados. Se realiza ajuste de días festivos y Semana Santa cuando son significativos.
 (proy): proyección.

a/ Incluye el gasto por viajes de extranjeros en Colombia y los ingresos por transporte de pasajeros.

Fuente: Banco de la República; estimación para 2017 con base en la más reciente proyección de la balanza de pagos.

Recuadro 1

DINÁMICA SECTORIAL DE LA CUENTA CORRIENTE DE COLOMBIA Y SU AJUSTE RECIENTE

Camilo González Sabogal
Adrián Martínez Osorio*

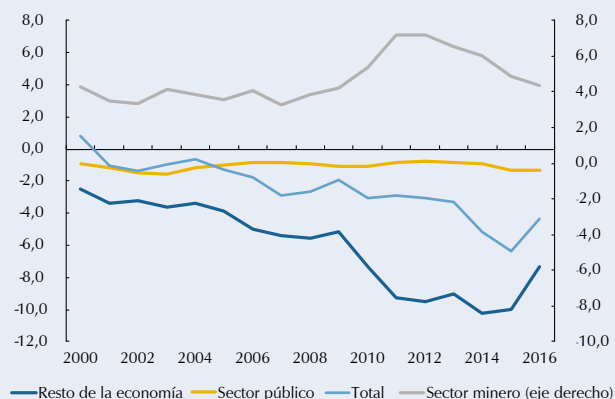
Una de las principales características de la economía colombiana ha sido la persistencia en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Así, en el período 2000-2016 el déficit anual promedio fue 2,5% del producto interno bruto (PIB), presentando una tendencia creciente que culminó en 2015, cuando alcanzó su nivel máximo de 6,4%. Durante esos años sobresalieron tanto la acelerada expansión del déficit corriente en 2014 y 2015, como su posterior corrección en 2016, al disminuir 2,1 puntos porcentuales (pp) en relación con el año anterior (Gráfico R1.1).

El marcado incremento en el desbalance corriente en los años 2014 y 2015 fue resultado de los choques externos recibidos por la economía colombiana, caracterizados por los bajos precios de los productos básicos y por el débil crecimiento económico global, que afectaron la demanda externa de nuestros socios comerciales, los términos de intercambio y, por consiguiente, el valor de las exportaciones del país. Además, la naturaleza permanente de los choques, junto con su elevada magnitud, reforzaron la ampliación del déficit corriente en esos dos años. No obstante, en 2016 el sector externo colombiano se empezó a ajustar a las nuevas condiciones económicas, logrando revertir la tendencia creciente del desbalance externo (4,3% del PIB y USD 12.236 millones).

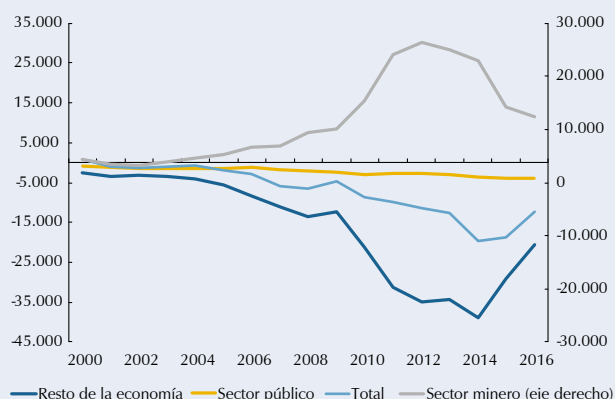
Debido a la estructura del sector externo colombiano, la cual se ha caracterizado por un persistente déficit corriente a partir del año 2001 y por una alta dependencia de los ingresos del exterior a la actividad mineroenergética, a continuación se realiza un análisis sectorial de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Concretamente, se divide la actividad económica entre los sectores mineroenergético, público¹ y resto

Gráfico R1.1
Cuenta corriente por sectores según balanza de pagos

A. Porcentaje del PIB



B. Millones de dólares



Fuente: Banco de la República.

de la economía², con el fin de revelar su importancia en la determinación del déficit corriente y en el proceso de ajuste a los choques externos recibidos desde 2014.

Este ejercicio sigue la metodología propuesta en López y Garavito (2013)³, cuyas estimaciones sectoriales indican, al igual que las de este documento, que el déficit corriente

* Los autores son, en su orden, profesional experto y profesional del Departamento Técnico y de Información Económica. Las opiniones, posibles errores y omisiones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Incorpora los flujos corrientes por comercio exterior, renta factorial y transferencias, hechas por entidades de administración pública (ministerios, fuerzas militares y municipios, entre otros) y empresas públicas (no incluye Ecopetrol, Reficar ni la Federación Nacional de Cafeteros). Dentro de la renta factorial se incluye el pago por intereses asociados con títulos de deuda y préstamos, y las utilidades recibidas por las inversiones financieras realizadas en el exterior, incluyendo la de los activos de reserva.

2 Incluye las transacciones corrientes de los sectores de industria manufacturera, comercio, restaurantes y hoteles, transporte, almacenamiento y comunicaciones, establecimientos financieros, etc. También incluye ingresos netos por transferencias corrientes.

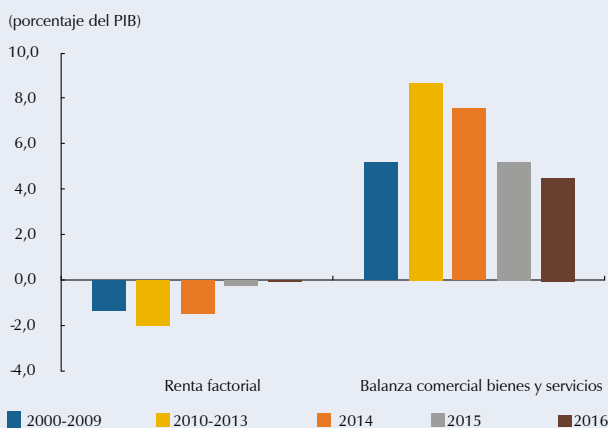
3 Para mayor detalle de la metodología véase López y Garavito (2013).

ha sido impulsado por el resto de sectores de la economía, mientras que el sector mineroenergético ha compensado estas tendencias, al presentar superávits en el saldo de las transacciones corrientes. Para el período 2000-2016 el déficit anual promedio fue del 6,1% del PIB para el resto de sectores (Gráfico R1.1), en tanto que el superávit del sector minero-energético ha sido del 4,7% del PIB.

La dinámica del superávit corriente del sector mineroenergético ha respondido a la evolución de los precios internacionales de los productos básicos, así como a las cantidades exportadas. En consecuencia, entre 2001 y 2009 el saldo positivo de las operaciones corrientes de este sector se incrementó, al pasar de 3,5% del PIB (USD 3.436 m) a 4,2% del PIB (USD 10.065 m) (Gráfico R1.1), impulsadas tanto por las altas cotizaciones del precio de petróleo y carbón, así como por el mayor volumen de exportación. Este entorno favorable para las ventas externas de estos productos se potencializó en los siguientes cuatro años (2010 a 2013), permitiendo que se generaran saldos positivos promedio en las operaciones corrientes, equivalentes al 6,6% del PIB (USD 22.755 m). Posteriormente, los choques externos ocurridos desde el segundo semestre de 2014 le restaron dinamismo a las exportaciones de este sector, causando la reducción notable del superávit corriente, que llegó a 4,4% del PIB (USD 12.354 m) en 2016.

Cuando se segmenta la cuenta corriente del sector mineroenergético entre balanza comercial y renta factorial (Gráfico R1.2), se observa que su evolución ha estado determinada principalmente por el desempeño del comercio exterior. En efecto, el superávit comercial ha excedido el déficit por renta, en particular, los ingresos corrientes por exportaciones han compensado con creces las presiones sobre el desbalance externo generadas por las utilidades de empresas con inversión extranjera directa (IED). Cabe resaltar que estos dos agregados se mueven en direcciones opuestas a lo largo

Gráfico R1.2
Componentes de la cuenta corriente del sector mineroenergético



Fuente: Banco de la República.

del ciclo de precios de materias primas, por lo que un rubro sirve de estabilizador parcial y automático del otro. Así, en un entorno global favorable para las exportaciones de este tipo de productos se incrementa el superávit comercial, al tiempo que se amplía el déficit en la cuenta del ingreso primario por la utilización de factores de producción que son propiedad de no residentes. Cuando el entorno se torna desfavorable y los precios caen, sucede lo contrario.

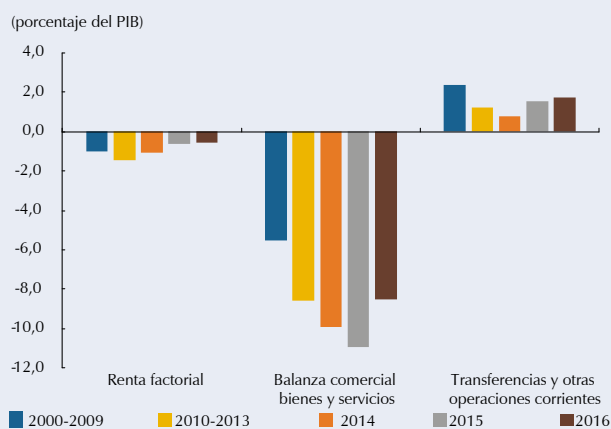
Por la razón anterior, durante el período 2010-2013 las balanzas comerciales y de renta de los factores del sector mineroenergético alcanzaron sus cifras más elevadas, con un superávit de 8,6% del PIB en promedio en el primer caso y un déficit equivalente a 2,0% en el segundo. Con el choque a los términos de intercambio en 2014, se observó una contracción en los saldos de estas dos cuentas, llegando en 2016 a 4,4% del PIB en el caso del balance comercial, y a una virtual desaparición del déficit por rentas factoriales (Gráfico R1.2).

El superávit del sector mineroenergético ha permitido financiar el saldo negativo de la cuenta corriente del resto de la economía, entre los que ha estado el déficit generado por el sector público. Durante los años 2000 a 2016 el saldo deficitario del sector público fue en promedio de 1,1% del PIB, con una dinámica que dependió, principalmente, de los pagos por intereses de la deuda externa (renta factorial) que, a su vez, fueron determinados tanto por las tasas de interés de los créditos adquiridos como por el saldo acumulado de la deuda. Entre 2000 y 2013 se observó una leve tendencia decreciente que resultó de la combinación de menores tasas de interés en los créditos contratados y de la estabilidad en los saldos acumulados de la deuda en dólares, pasando de 1,0% del PIB (USD 951 m) a 0,8% del PIB (USD 3.124 m). En contraste, a partir de 2014 el balance deficitario del sector público se ha incrementado debido, esencialmente, a la aceleración en la contratación de nuevos créditos externos, a tal punto que en 2016 se ubicó en 1,4% del PIB (USD 3.860 m).

En cuanto al déficit corriente del resto de la economía, entre 2000 y 2016 presentó una tendencia creciente, destacándose la marcada aceleración durante el período 2009-2014 y la contracción en los dos años siguientes (2015-2016). En particular, el déficit corriente del resto de la economía se duplicó, al pasar del 5,1% del PIB (USD 12.180 m) en 2009 al 10,3% del PIB (USD 38.865 m) en 2014, resultado principalmente del mayor déficit de la balanza comercial de bienes y servicios (Gráfico R1.3). A su vez, ante la reducción del déficit comercial y el aumento del ingreso por transferencias en 2016, el balance deficitario de la cuenta corriente de estas actividades económicas se contrajo al 7,3% del PIB (USD 20.730 m).

Como se evidenció, la balanza comercial de bienes y servicios ha sido la cuenta principal de las operaciones corrientes

Gráfico R1.3
Componentes de la cuenta corriente del grupo resto de la economía



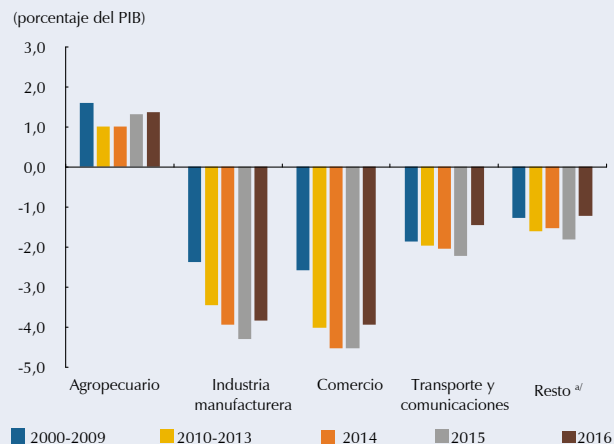
Fuente: Banco de la República.

tes del resto de sectores de la economía (Gráfico R1.3). Su balance ha sido deficitario, alcanzando niveles promedio anuales para el período 2000-2016 de 7,0% del PIB, ampliándose progresivamente hasta llegar a representar el 11% (USD 31.911 m) en 2015, y contrayéndose desde entonces hasta llegar a 8,5% (USD 24.074 m) en 2016. En contraste, las transferencias corrientes han compensado parcialmente el déficit comercial, al presentar un superávit, en promedio anual, del 1,9% del PIB entre 2000 y 2016, cuyo principal componente corresponde a las remesas de trabajadores hacia nuestro país. Su dinámica ha estado asociada con el desempeño de los mercados laborales de las economías en donde residen los trabajadores colombianos, vínculo que explica los altos ingresos recibidos en el período 2000-2009 y su declive ante el letargo en el crecimiento económico global. Finalmente, los egresos netos por la renta de los factores han decrecido en los últimos años, efecto de las menores utilidades registradas por las empresas con IED pertenecientes al sector privado no mineroenergético (Gráfico R1.3).

Al descomponer el resto de la economía por sectores económicos, se encuentra que el déficit de este grupo se explica por los balances negativos de las empresas pertenecientes a la industria manufacturera, comercio, y transporte y comunicaciones, compensados parcialmente por el resultado superavitario que ha mostrado el sector agropecuario (Gráfico R1.4). Cabe resaltar el cambio de tendencia en 2016, año en el cual los diferentes grupos económicos registraron una reducción en su déficit corriente, debido a la desaceleración del gasto importador y a los efectos sobre las utilidades de la desaceleración de la actividad económica.

En el año 2016 el proceso de ajuste de la economía colombiana a los choques externos implicó una corrección pro-

Gráfico R1.4
Cuenta corriente del grupo resto de la economía



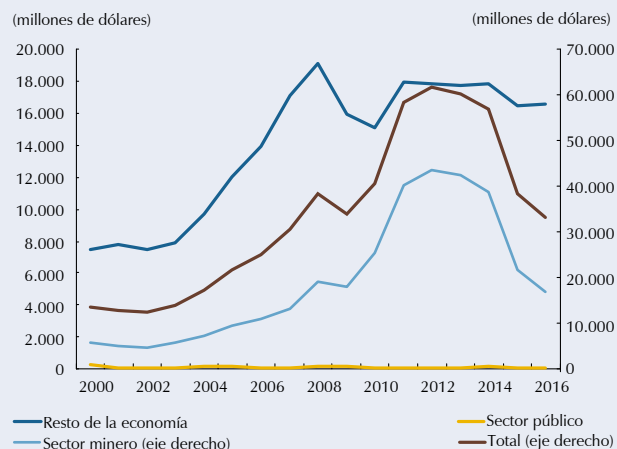
a/ Incluye transferencias corrientes.
Fuente: Banco de la República.

nunciada en el déficit corriente del resto de la economía. Dicha contracción se explica por la disminución generalizada de las importaciones en todas las actividades económicas (17% y USD 8.811 m), a pesar de que la contracción en las exportaciones (13% y USD 4.894 m) minimizó parte de dicho efecto (Gráfico R1.5). La marcada reducción en el valor de las importaciones se origina en mayor medida en la dinámica de las compras externas por parte del resto de sectores con una contracción frente a 2015 de 14% (USD 6.268 m) y, en menor medida, por la caída de las importaciones del sector mineroenergético, que disminuyeron 23% (USD 4.988 m). En cuanto a la dinámica de las exportaciones, el sector mineroenergético es el que marca la tendencia decreciente, debido tanto a su importancia relativa, como a la reducción anual del 23% (USD 4.988 m) de sus ventas externas; en contraste, el resto de sectores incrementaron sus exportaciones en 1% (USD 100 m).

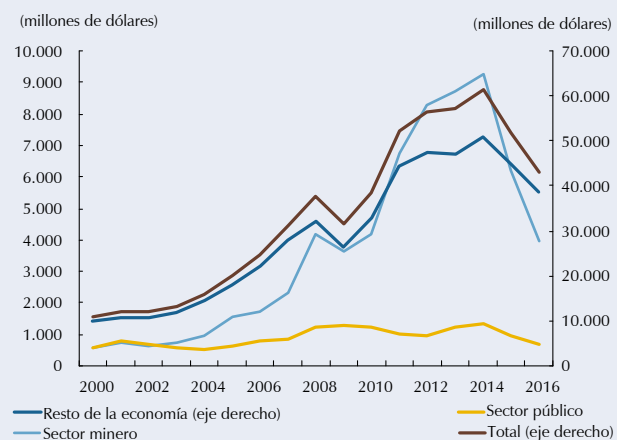
Para concluir, la cuenta corriente de la balanza de pagos del país ha registrado déficits entre 2001 y 2016. El análisis sectorial indica que el principal determinante de la dinámica del déficit ha sido la evolución del balance corriente del grupo denominado resto de sectores, debido a que estructuralmente ha presentado egresos netos. Esto se debe a que el gasto importador de este grupo ha respondido al comportamiento de la demanda interna y, particularmente, al componente de inversión. Además, el sector mineroenergético generó superávits corrientes que permitieron compensar los resultados del resto de la economía (incluido el del sector público), aunque ante la caída de los precios de las materias primas su balance corriente se ha deteriorado considerablemente. Por último, el patrón de ajuste al choque externo sufrido por la economía colombiana ha dependido principalmente de la contracción en el gasto importador de la economía en conjunto.

Gráfico R1.5
Exportaciones e importaciones por sectores según balanza de pagos

A. Exportaciones



B. Importaciones



Fuente: Banco de la República.

Referencias

- López, D.; Garavito, A. (2013), "Evolución sectorial de la cuenta corriente de Colombia y su financiación", *Reportes del Emisor*, núm. 166, Banco de la República.
- Banco de la República (2015). "Recuadro 2: Evolución de la cuenta corriente (2000-2014)", *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julio, pp. 87-91.

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

En el primer trimestre la economía colombiana se desaceleró más de lo previsto, presentando un crecimiento bajo. Este resultado se dio en un contexto en el que la demanda interna se aceleró levemente y las cuentas del comercio internacional contribuyeron negativamente al crecimiento.

Por ramas de actividad, se destacó el dinamismo de la agricultura y de los servicios financieros. Por el contrario, la actividad minera y el transporte mostraron retrocesos.

La información disponible para el segundo trimestre sugiere que la actividad económica continuaría mostrando un crecimiento bajo, aunque levemente superior al observado en los primeros meses del año. Se espera que en el segundo semestre la economía muestre un mayor dinamismo.

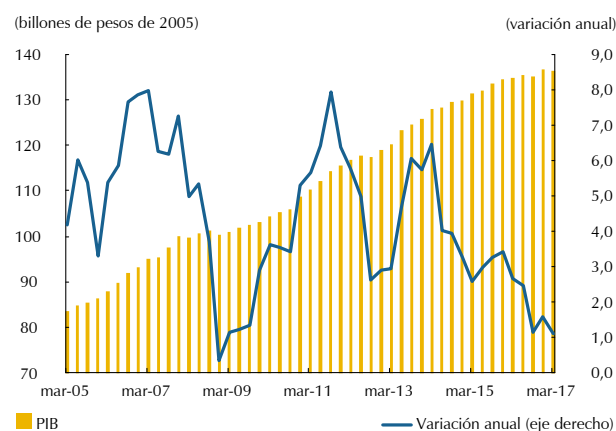
A. COMPORTAMIENTO DEL PIB DURANTE EL PRIMER TRIMESTRE DE 2017

Según las cifras de producto interno bruto (PIB) más recientes, publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la economía

colombiana se expandió 1,1% durante los primeros tres meses de 2017, un menor registro que el de finales del año pasado (Gráfico 11). Esta tasa de crecimiento anual se ubicó en la parte baja del rango de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 0,8% y 1,8%, con 1,3% como cifra más probable). El resultado anterior significó una caída del nivel del producto entre trimestres de -0,2%, lo que en términos anualizados corresponde a un -0,9%.

La desaceleración observada para el crecimiento del PIB durante el primer trimestre de 2017 fue resultado de la conjunción de distintos factores externos e internos. En principio, como se explicó en el capítulo I de este *Informe*, a comienzos del año la mayoría de nuestros principales socios comerciales continuaron

Gráfico 11
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El deterioro de la confianza de los hogares propició una desaceleración del consumo privado.

mostrando debilidad en su desempeño económico, lo cual se tradujo en un pobre dinamismo de la demanda externa. Asimismo, las condiciones internacionales de oferta de petróleo hicieron que el precio del crudo registrara una alta volatilidad, la cual, a pesar de mostrar niveles mayores que el promedio de todo 2016, no impidió que la producción local de petróleo continuara estancada.

En el entorno interno, el deterioro de la confianza de los hogares propició una desaceleración del consumo privado. Además, a pesar de que la inflación de los precios al consumidor continuó cediendo (en parte, por la disipación del choque de oferta originado por el fenómeno de El Niño), la depreciación acumulada del peso siguió generando nuevos cambios en los precios relativos que propiciaron una reconfiguración del gasto en favor de los bienes y servicios producidos localmente. A esto se añade que el relajamiento de la postura de política monetaria desde finales de 2016 no se había empezado a transmitir hacia las tasas de mercado a comienzos de año. Además, el aumento del impuesto al valor agregado (IVA) contemplado en la reforma tributaria, redujo la capacidad de gasto privado, al disminuir la capacidad de compra de los hogares.

En dicho contexto, se puede afirmar que la desaceleración del crecimiento económico del primer trimestre fue consistente con los efectos acumulados del choque a los términos de intercambio que empezó hacia mediados de 2014 y que se extiende hasta la actualidad. La economía colombiana, en un contexto de ajustes de la política macroeconómica, y ayudada por un régimen de tasa de cambio flexible que ha operado como estabilizador automático, ha venido respondiendo a dicha realidad con una recomposición ordenada del gasto.

En el escenario anterior, la demanda interna se aceleró un poco en el primer trimestre (a 1,1%, Cuadro 4), luego de la marcada tendencia bajista registrada en años recientes (en 2014 creció 6,0%, 3,6% en 2015, y apenas 0,3% en 2016). Este desempeño obedeció a un mayor crecimiento de la inversión, más que por una contribución del consumo, como se explicará a continuación. Por su parte, las cuentas de comercio exterior registraron caídas, mayores para el caso de las exportaciones que para las importaciones. Con ello, las exportaciones netas aportaron negativamente a la expansión del PIB durante el primer trimestre de 2017.

Al analizar en detalle el comportamiento de los diferentes renglones que componen el PIB por el lado del gasto, se observó cómo el consumo privado se expandió a un menor ritmo que el público (1,0% frente a 2,1%, respectivamente). En el primer caso, por tipo de durabilidad la mayoría de clasificaciones registraron una desaceleración: en particular, los consumos de bienes semidurables y de durables registraron crecimientos más bajos que aquellos de finales del año pasado, lo que podría obedecer a la anticipación de compras por parte de los hogares reportada para el cuarto trimestre de 2016, como respuesta al incremento esperado de precios de este tipo de bienes a causa del aumento del IVA a comienzos de año. El consumo de servicios también se desaceleró, incluso a un mayor ritmo que los anteriores (Cuadro 4). El de bienes no durables mantuvo su ritmo de crecimiento, hecho que habría estado relacionado con la mejoría en las condiciones de oferta

La demanda interna se aceleró levemente en el primer trimestre, principalmente por un desempeño más favorable de la inversión.

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

agropecuaria y sus subsecuentes efectos sobre los precios de los alimentos. Por su parte, el consumo público se aceleró con respecto a lo observado en el cuarto trimestre de 2016, debido al incremento en la ejecución de gasto en el marco del comienzo del segundo año de mandato de los gobiernos regionales y locales, principalmente.

Con respecto a la formación bruta de capital, a pesar de que este componente del PIB registró incrementos anuales cercanos a cero, estos contrastan con las caídas observadas para los cinco trimestres anteriores. Al descontar la acumulación de inventarios, se evidencia una caída de la inversión, aunque menos profunda que las registradas a lo largo de 2016. Al menor retroceso de la formación bruta de capital fijo contribuyó, principalmente, el gasto en bienes de capital transables, como se deriva del comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo y en equipo de transporte. En el primer caso, se registraron caídas menos profundas que las de finales de 2016, mientras que para el segundo caso se observó una tasa anual de dos dígitos (impulsada por la compra de equipo aeronáutico).

Por otro lado, la inversión en construcción, tanto de edificaciones como de obras civiles, mostró un mal comportamiento en el primer trimestre. En el primer caso se registraron sendas contracciones, en parte por una alta base de comparación en el mismo período del año pasado. En el segundo, el incremento en el gasto de los

gobiernos regionales y locales en diferentes proyectos de infraestructura, así como el mayor dinamismo de la ejecución de recursos para los proyectos contemplados en el marco de las vías de cuarta generación (4G) y de vías terciarias, habría permitido que este renglón del PIB se expandiera a una tasa por encima de la del resto de la economía, aunque por debajo de la registrada en el cuarto trimestre de 2016. Finalmente, y como ya se reseñó, las exportaciones netas contribuyeron negativamente a la expansión del PIB. Si bien las importaciones cayeron un poco, las exportaciones también registraron un retroceso, pero de mayor magnitud. Dicho comportamiento fue resultado de los malos registros de la producción y de las ventas al exterior de petróleo crudo y de café, principalmente. Las de bienes manufacturados tampoco mostraron un buen comportamiento, en parte por la demanda externa poco dinámica observada a lo largo del primer trimestre.

Por el lado de la oferta, las mayores tasas de crecimiento durante los primeros tres meses del año fueron, en su orden, la agricultura (7,7%) y los servicios financieros (4,4%) (Cuadro 5). Por el contrario, se observaron importantes contracciones en la actividad minera (9,4%) y en la construcción (-1,4%). El comercio, el transporte y los suministros de electricidad, gas y agua mostraron leves retrocesos.

El buen desempeño de la agricultura se explica por el gran dinamismo de la producción cafetera y de los otros productos agrícolas. En el primer caso, de acuerdo con la federación de cafeteros, la producción del grano se situó en promedio

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

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

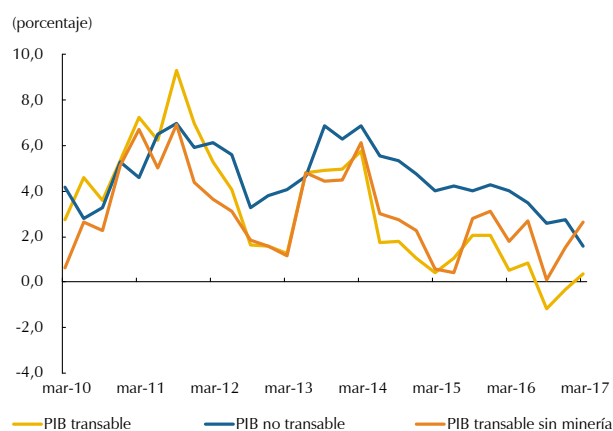
en 1.196.000 sacos durante los primeros tres meses del año, lo que representó un crecimiento del 12,8%. En el caso de los otros productos agrícolas, tanto los cultivos transitorios (23,1%) como los permanentes (8,6%) presentaron un comportamiento sobresaliente. Es importante señalar que parte de esta 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.

Dentro del grupo de servicios financieros, los de intermediación financiera (6,4%) y los prestados a las empresas, excepto servicios financieros e inmobiliarios (4,3%), mostraron expansiones por encima de la economía en su conjunto. 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.

Dentro de la rama de construcción, la caída se explica principalmente por el retroceso en edificaciones, tanto en la parte residencial (-8,4%) como en la no residencial (-7,8%). El desempeño de la construcción de obras civiles, que registró una tasa de crecimiento de 3,5% anual, no fue suficiente para contrarrestar el deterioro de las edificaciones privadas. A pesar de la desaceleración de esta subrama frente al último trimestre de 2016 (cuando creció 5,1%), sus niveles continúan siendo altos y sigue el impulso proveniente de los proyectos viales que promueven la expansión del ítem de construcción de carreteras (12,3%).

Finalmente, la contracción del sector de explotación de minas y canteras obedeció a las caídas reportadas para las subramas de petróleo crudo y gas (-12,3%), minerales metálicos (-19,5%) y no metálicos (-3,4%). Por su parte, la producción de carbón creció 2,8%. Es importante señalar que la minería ha sufrido una reestructuración de su aparato productivo como respuesta a la fuerte caída de los precios internacionales de estos productos dos años atrás y al descenso en la inversión extranjera en proyectos de largo plazo. Además, en el caso del carbón, dicha subrama enfrenta una baja demanda mundial.

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 no transable continuó desacelerándose, mientras que el PIB transable mostró una leve recuperación (Gráfico 12). En particular, durante el primer trimestre de 2017 el PIB transable presentó un leve crecimiento de 0,4%, luego de haber mostrado una contracción de 0,3% en el cuarto trimestre de 2016. No obstante, al excluir la minería, el PIB del resto de sectores transables mostró una expansión mayor, cercana a 2,6% anual en los primeros tres meses del año. Por último, el PIB no transable mostró una tasa de crecimiento de 1,6% para el mismo período, menor a lo observado un trimestre atrás (2,8%). Es importante mencionar que tanto el PIB transable como el no transable muestran expansiones por debajo de sus promedios desde el año 2000.

Los indicadores más recientes del desempeño de la actividad real muestran que entre abril y junio de 2017 el aparato productivo colombiano se habría expandido a un ritmo bajo, aunque levemente superior al registrado en el primer trimestre del año.

Las proyecciones de crecimiento del PIB del segundo trimestre de 2017 prevén una expansión de la demanda interna algo mayor que en el primer trimestre, sustentada no solo por el consumo sino igualmente por la inversión.

B. EL PIB DEL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2017

De acuerdo con los indicadores más recientes del desempeño de la actividad real, entre abril y junio de 2017 el aparato productivo colombiano se habría expandido a un ritmo bajo, similar al registrado en el primer trimestre del año (1,1%), pero inferior al implícito en las proyecciones de crecimiento del PIB de mediano plazo presentadas en el *Informe sobre Inflación* de un trimestre atrás.

Los fundamentales del contexto externo relevantes para la dinámica económica del país han mostrado señales mixtas. Por un lado, a pesar de que el crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales se ha recuperado recientemente, continúa bajo, en particular para los países de la región. Esto, en principio, habría significado una demanda externa débil, lo que habría limitado las posibilidades de expansión de las ventas al exterior de productos locales, pese a un tipo de cambio más competitivo. Además, como se explicó en el capítulo I, en el segundo trimestre se observó una tendencia decreciente de los precios internacionales del petróleo. Lo anterior se habría traducido en presiones adicionales a la dinámica del ingreso nacional. Por el lado del contexto interno hubo comportamientos mixtos: por un lado, durante dicho período la inflación cedió y continuó su convergencia hacia la parte superior del rango de +/- 1 pp alrededor de la meta, lo que habría permitido un dinamismo algo mayor de la demanda. Por el otro, las acciones recientes de política monetaria no se han visto plenamente reflejadas en las tasas de mercado, lo que supone presiones al ingreso disponible de los hogares. A esto se suma un entorno donde los agentes de la economía continúan reportando bajos niveles de confianza, lo que habría acotado las posibilidades de expansión de la demanda.

A pesar de lo anterior, las proyecciones de crecimiento del PIB del segundo trimestre de 2017 prevén una expansión de la demanda interna, sustentada no solo por el consumo sino igualmente por la inversión, a diferencia de lo ocurrido en trimestres anteriores. El consumo total habría crecido a un ritmo similar al observado en los primeros tres meses del año, resultado de leves aceleraciones tanto del componente privado como del público. De nuevo, las exportaciones netas habrían restado a la dinámica del PIB por cuenta de una contracción de las ventas al exterior (en particular de productos básicos como café y petróleo), y de un incremento de las importaciones reales.

Las proyecciones aquí presentadas están estrechamente relacionadas con los supuestos de crecimientos del consumo público y de inversión en obras civiles. En el primer caso, se prevé una mayor expansión que la observada a lo largo de los primeros tres meses del año, resultado, en parte, de un mayor nivel de ejecución de gasto por parte de los gobiernos regionales y locales y por los efectos retroactivos del incremento de los salarios públicos en junio de este año. En el segundo, el reciente desempeño de la inversión en exploración y explotación por parte de diferentes empresas del sector petrolero, así como la ejecución de recursos en

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

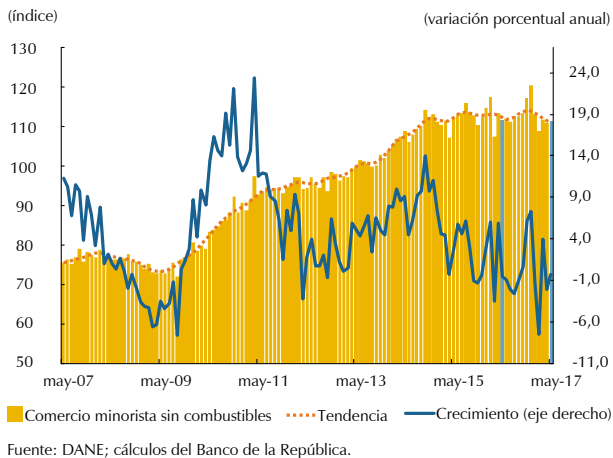


Gráfico 14
Encuesta mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles ni vehículos
automotores, desestacionalizado)

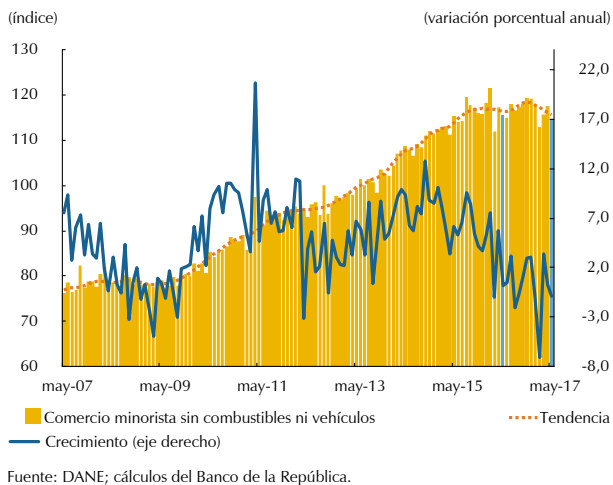
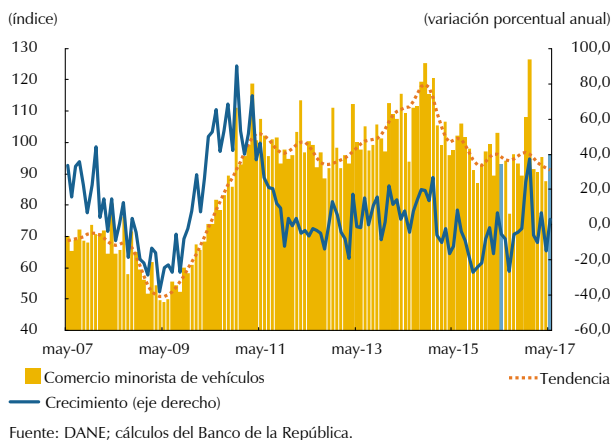


Gráfico 15
Encuesta mensual del comercio al por menor
(comercio minorista de vehículos automotores,
desestacionalizado)



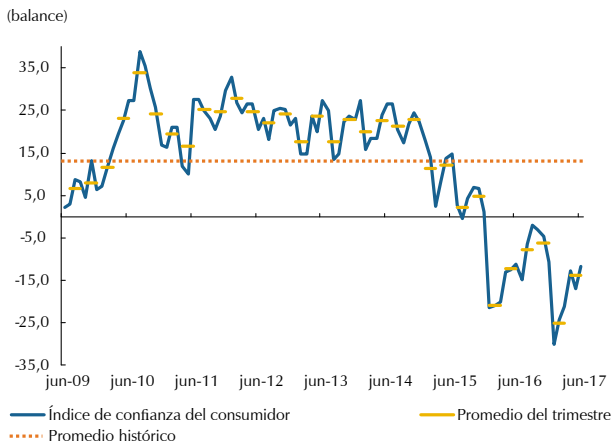
proyectos de infraestructura regionales y de vías en el marco 4G, habrían contribuido a la expansión de este renglón de la economía.

Con respecto a los pronósticos para los demás componentes del PIB, se sigue de cerca lo reportado por los diferentes indicadores coyunturales. Por el lado del consumo de los hogares, la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) con datos a mayo reportó una caída de las ventas minoristas de 0,3% frente al mismo mes de 2016 (Gráfico 13). El bimestre abril-mayo se contrajo 1,2%, lo que significó una menor caída frente al registro de comienzos de 2017 (-1,7% anual). Al descontar las ventas de vehículos y de motocicletas, el análisis para el agregado restante también reveló una caída anual de 0,9% (Gráfico 14). El bimestre lo hizo en -0,3%, lo que contrastó con el crecimiento de -1,4% del primer trimestre del año. En ambos casos el componente tendencial de la serie sugiere un deterioro del consumo privado.

La misma fuente reportó un aumento anual de las ventas de vehículos del 3,0% en mayo (Gráfico 15). A pesar de lo anterior, el agregado del bimestre cayó 6,3%, lo que representó una desaceleración frente a lo observado a lo largo de los primeros tres meses del año, cuando la caída fue de -3,0% anual. Lo anterior permite prever un comportamiento mediocre del consumo de bienes durables en el primer trimestre. Las cifras a junio del Informe del sector Automotor publicadas por la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) y la Asociación Nacional de Empresarios (ANDI) confirman lo anterior. En dicho mes el número de matrículas registradas cayó 3,7% anual, con lo que el retroceso para el agregado del trimestre fue de -5,9% (vs. -1,0% del primer trimestre).

Otros indicadores auxiliares también sugieren que el desempeño del consumo privado seguiría siendo pobre, aunque algo mayor que el de los primeros tres meses del año. El índice de confianza del consumidor (ICC) de junio aumentó un poco frente a los niveles de abril y mayo, pero continúa por debajo de su promedio calculado desde noviembre de 2001 (Gráfico 16). El promedio del ICC para el segundo trimestre de 2017 fue algo mayor que el de los primeros tres meses del año. La recuperación de los niveles del

Gráfico 16
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

ICC obedeció tanto a su componente de expectativas como de condiciones económicas actuales de los hogares. Por su parte, la serie desestacionalizada del balance de ventas de mayo de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República también permite prever que el consumo privado habría registrado tasas de crecimiento bajas, pero no una desaceleración adicional de este renglón del PIB para el segundo trimestre. En similar dirección apunta el comportamiento reciente de los indicadores de mercado laboral (véase a continuación el sombreado de mercado laboral).

COMPORTAMIENTO DEL MERCADO LABORAL DURANTE EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2017

Durante el segundo trimestre de 2017 la tasa de desempleo (TD) nacional se mantuvo relativamente estable, pero continuó su deterioro en las trece áreas metropolitanas más importantes. Con series desestacionalizadas, la TD se ubicó en promedio en 9,2% para el total nacional entre abril y junio, mientras que para las trece áreas se ubicó en 10,5%, cuando estos valores eran del 9,2% y 9,4% para el mismo trimestre del año anterior (Gráfico A). El aumento de la TD de las trece áreas obedece a una caída en la tasa de ocupación (TO) que ha sido acompañada por un comportamiento estable en la tasa global de participación (TGP) durante el último año (Gráfico B).

En el trimestre móvil terminado en junio, la TD nacional se mantuvo prácticamente estable. No obstante, en las trece áreas dicha tasa presentó un incremento anual significativo. Se destaca el buen desempeño de la TD en las áreas rurales, en las cuales descendió de forma importante (Gráfico C).

La dinámica del empleo continúa siendo disímil en el total nacional y en las trece áreas. Mientras que para el total nacional el número de empleados continúa creciendo anualmente y en el margen, en las trece áreas este permanece estancado. En el trimestre móvil terminado en junio los ocupados crecieron 2,0% anual en el total nacional y solo 0,5% en las trece áreas (Gráfico D, paneles 1 y 2).

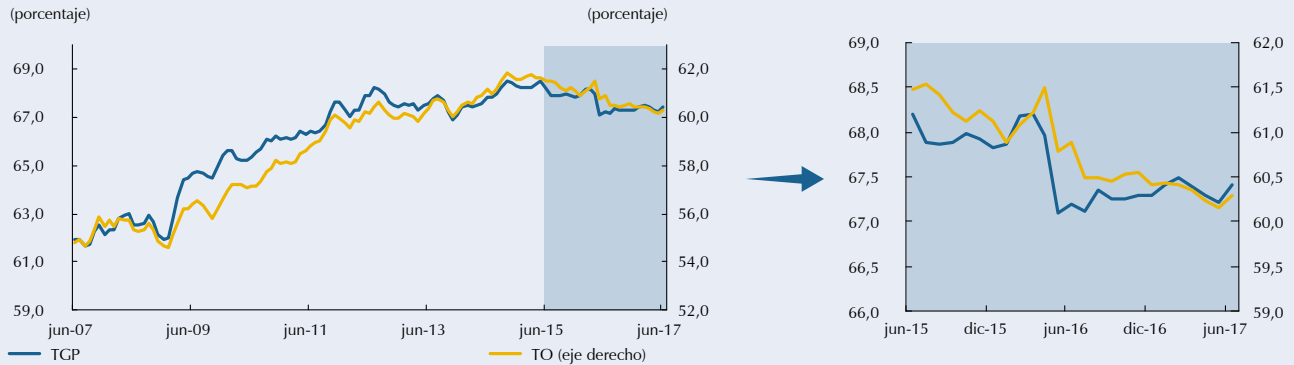
Gráfico A
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH).

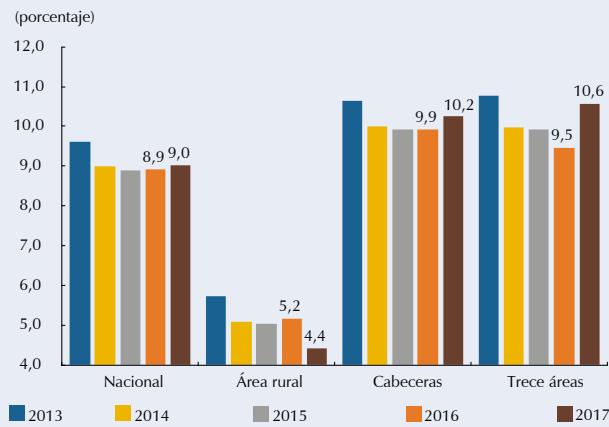
Con respecto a los indicadores de calidad del empleo, el número de trabajadores no asalariados presentó una disminución anual, mientras que el empleo asalariado continuó creciendo, aunque a un ritmo menor al registrado durante 2016. En particular, durante el trimestre móvil abril-junio la tasa de crecimiento anual del empleo asalariado fue de 1,2%, en tanto que el empleo no asalariado se redujo 0,3% (Gráfico E). Con cifras al trimestre móvil terminado en mayo,

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 abril-mayo-junio)



Fuente: DANE (GEIH).

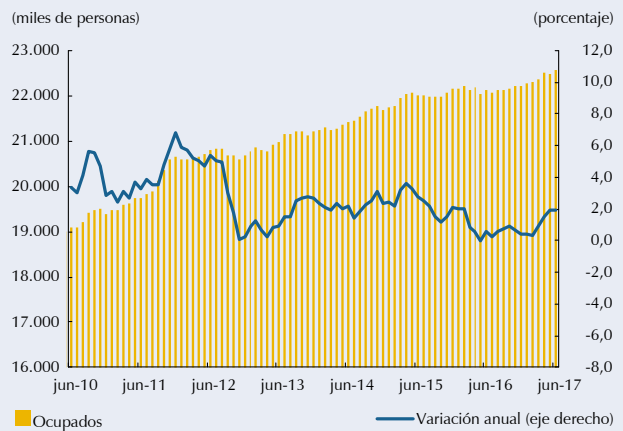
el empleo formal también registró un incremento anual (2,1%), en tanto que el informal cayó anualmente (-1,5%)¹ (Gráfico F).

El estancamiento del empleo y el incremento de la TD en las áreas urbanas son hechos coherentes con la desaceleración observada de la actividad económica; sin embargo, ello no ha resultado en un deterioro significativo de la TD nacional. De continuar la debilidad de la actividad económica, la menor dinámica del mercado laboral podría acentuarse.

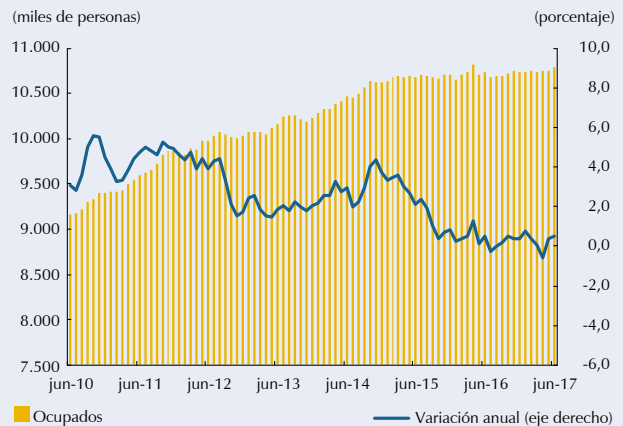
1 Según la definición del DANE, fundamentada en resoluciones de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), adscrita a las Naciones Unidas, son informales los empleadores y trabajadores en empresas de hasta cinco trabajadores, los trabajadores familiares sin remuneración, los trabajadores sin remuneración 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 de cinco personas, excepto los independientes profesionales (DANE, 2009).

Gráfico D
Número de ocupados
(desestacionalizados y variación anual)

1. Total nacional

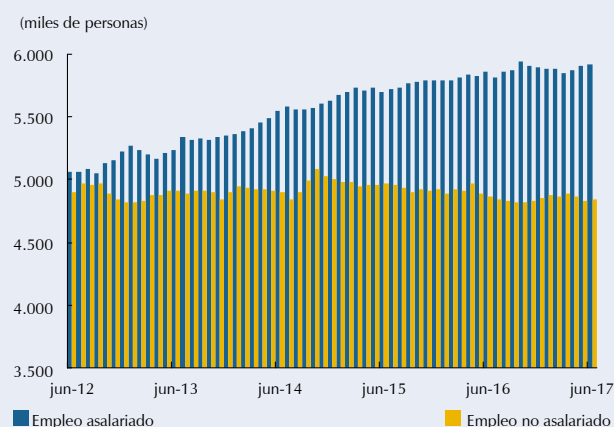


2. Trece principales áreas metropolitanas



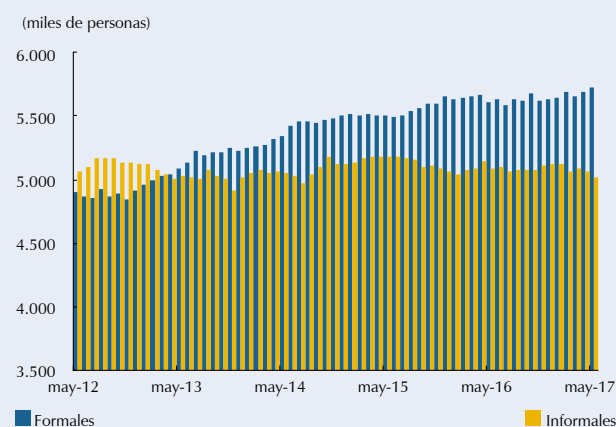
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

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



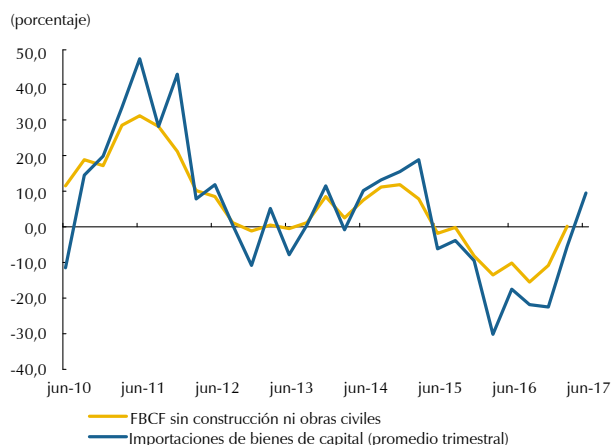
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

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 marzo 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 dinámica de la inversión diferente de construcción, cuando se llevan las cifras de importaciones de bienes de capital a pesos constantes, los resultados revelan que durante el segundo trimestre de 2017 el agregado de la formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipo y en equipo de transporte habría crecido, luego de ocho trimestres de caídas (Gráfico 17).

La serie desestacionalizada del balance de expectativas de inversión a corto plazo de la EMEE de mayo también sugiere que durante el segundo trimestre del año esta parte de la inversión se habría recuperado. Este pronóstico supone que los niveles de este agregado del PIB permanecen relativamente estables con respecto a lo observado el año pasado. Ello implica que parte de esta mejoría estaría relacionada con una baja base de comparación en el mismo período de 2016.

Para el caso de la formación bruta de capital fijo en construcción de edificaciones se espera una tasa de crecimiento anual negativa, aunque mayor que la del primer trimestre. En este sentido, el exceso de oferta en el renglón no residencial y en el componente de construcción residencial de ingresos altos limitarían las posibilidades de expansión de este componente de la inversión.

En materia de comercio exterior, las cifras publicadas por el DANE de exportaciones en dólares a mayo, y la información de los boletines de la Dirección de

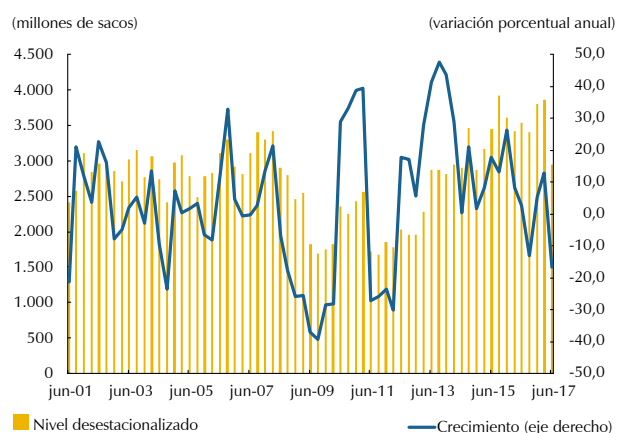
Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) con información a junio, permiten proyectar una caída real de este rubro del PIB entre abril y mayo. Este comportamiento sería coherente con el mal desempeño reportado para los casos de las cantidades producidas de petróleo y de café. Para las importaciones se prevé un crecimiento moderado, consistente con las proyecciones para la demanda interna intensiva en bienes provenientes del exterior.

Por ramas de actividad, los indicadores disponibles sugieren un desempeño dispar de la actividad económica para el segundo trimestre de 2017, pero también apuntan a una expansión del PIB levemente mayor que la registrada en los primeros tres meses del año.

En servicios como el turismo las cifras son alentadoras. De acuerdo con datos del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, durante mayo se observó la entrada de alrededor de 230.000 extranjeros, lo que implicó un crecimiento de 28,1% frente al mismo mes del año anterior. En lo corrido del año el número de llegadas internacionales ascendió a 1.178.132, lo que representa una expansión anual del 20%. En el período enero-mayo los pasajeros aéreos de vuelos internacionales presentaron un crecimiento del 7,82%, mientras que el asociado con vuelos nacionales creció 2,5%. Adicionalmente, según la Asociación Hotelera y Turística de Colombia (Cotelco), el porcentaje de habitaciones ocupadas para dicho período fue de 54,0%, donde se destacaron los destinos de San Andrés y Providencia, Bolívar y Antioquia.

En contraste, la Federación Nacional de Cafeteros reportó un importante deterioro de la producción del grano durante el segundo trimestre de 2017, al mostrar una contracción de 17,3%. La dificultad para la recolección del grano a causa de la temporada invernal explica parcialmente dicho resultado (Gráfico 18). Por su parte, el sacrificio de ganado mantiene su deterioro: a mayo cayó 6,3%, cuando en el primer trimestre de 2017 lo hizo a una tasa de -9,5%. Se estima que el comportamiento de otros productos agrícolas ayude a contrarrestar el debilitamiento de los dos subsectores anteriores, ya que es una actividad que viene creciendo a tasas cercanas al 10%.

Gráfico 18
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)

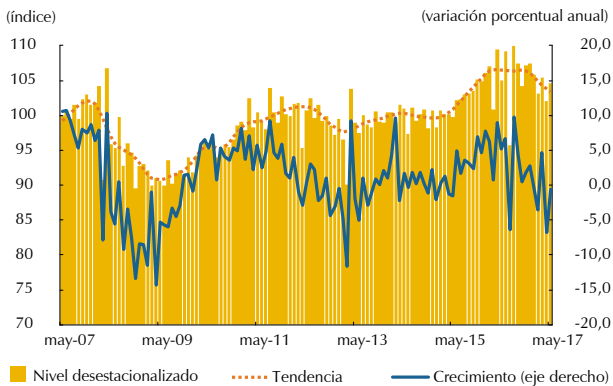


Fuente: Federación Nacional de Cafeteros; cálculos del Banco de la República.

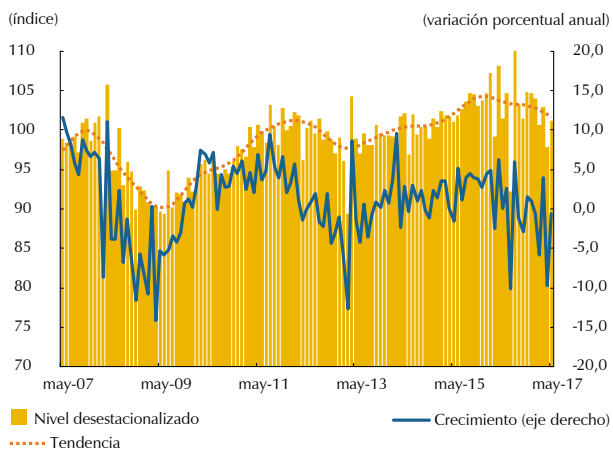
La industria manufacturera, que había mostrado un comportamiento favorable al finalizar 2016, en el primer semestre se ha enfrentado a las consecuencias rezagadas del menor dinamismo de la demanda interna y el menor crecimiento de los socios comerciales que demandan bienes exportados de carácter industrial. Según la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, el total sectorial se contrajo 0,6% en mayo, y si se excluye la refinación de petróleo, la caída de las manufacturas restantes fue de 0,8%. En lo corrido del año la industria total se ha contraído 1,3% y sin refinación de petróleo lo ha hecho 3,0%. El componente tendencial de ambas series muestra debilitamientos del sector (Gráfico 19).

Gráfico 19
Indicadores de producción industrial

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

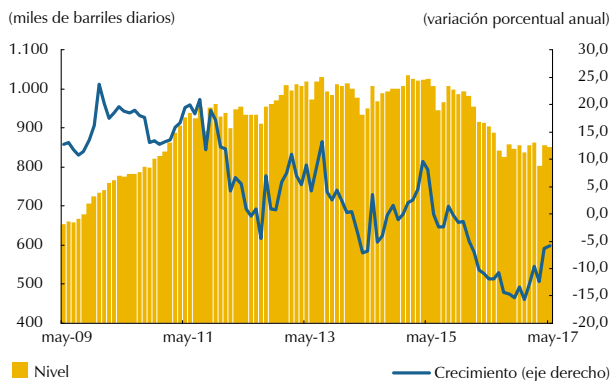


B. Producción industrial real sin refinación de petróleo
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20
Producción de petróleo
(mensual y crecimiento anual)



Fuente: ANH; cálculos del Banco de la República.

Adicionalmente, aunque la *Encuesta de opinión empresarial* de Fedesarrollo para el sector industrial con información a junio mostró mejoras tanto en el indicador de pedidos como en el existencias, los promedios del segundo trimestre fueron menos favorables que los registrados en los primeros tres meses del año. Algo similar ocurrió con las expectativas de producción a tres meses. Con todo ello, la confianza industrial durante el segundo trimestre continuó mostrando un debilitamiento del sector. 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, las cifras apuntan a comportamientos dispares: mientras que la producción de petróleo siguió mostrando un deterioro importante, las cifras de carbón exhiben un dinamismo significativo. Con cifras a mayo, la producción de crudo se situó en 854 miles de barriles diarios (mbd), lo que implicó una caída anual de 6,0% (Gráfico 20). Por el contrario, se estima que la producción de carbón contribuya positivamente al crecimiento sectorial ya que las exportaciones en volúmenes crecen anualmente en mayo al 57% y en el año corrido al 27,6%.

En lo referente a la construcción, los indicadores muestran un marcado deterioro. Para mayo la producción y los despachos de cemento cayeron 3,1% y 0,6%, respectivamente. Por otro lado, las licencias de construcción se contrajeron 0,3% en mayo, con lo que el año corrido muestra una caída de 7,7%. Algo similar ocurre con las estadísticas de concreto.

Todo lo anterior permite proyectar una expansión anual del PIB para el segundo trimestre de 2017 levemente superior a la que se observó para los primeros tres meses del año. El equipo técnico estima que el crecimiento del PIB se habría situado entre 0,7% y 1,7%, con 1,2% como cifra más probable. 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.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

La inflación anual al consumidor continuó disminuyendo en el segundo trimestre y en junio (3,99%) se situó dentro del rango entre +/- 1 pp alrededor de la meta establecida por la Junta Directiva del Banco de la República.

La inflación básica también descendió en los últimos meses, pero de manera más lenta, y se mantuvo por encima de 4,0%.

La caída de la inflación anual en el trimestre y en lo corrido del año siguió siendo el resultado de la normalización de los precios de los alimentos y los transables, después de los choques alcistas por El Niño y la depreciación.

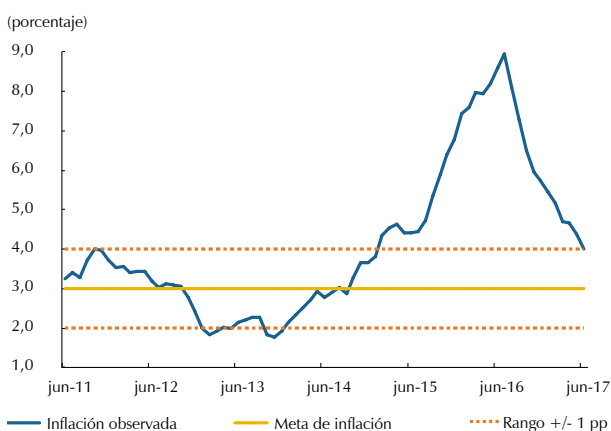
La inflación anual al consumidor, que ha caído sostenidamente desde agosto del año pasado, cerró el primer semestre de este año en 3,99%, 176 puntos base (pb) por debajo del registro de finales del año pasado, por primera vez por debajo del 4,0%. Esta situación no se registraba desde enero de 2015 (Cuadro 6 y Gráfico 21).

El resultado, que fue inferior al previsto en el *Informe sobre Inflación* de marzo, se explica en parte por la recuperación de la oferta agropecuaria una vez desaparecieron los efectos del fenómeno de El Niño y del paro de transporte de carga y

agrario del año pasado. De igual manera, a él también ha contribuido la disolución gradual del choque alcista debido a la gran depreciación que registró el peso colombiano entre julio de 2015 y mediados de 2016, y una demanda débil que debe haber limitado las alzas en un amplio conjunto de precios.

Los efectos alcistas transitorios que implicó la reforma tributaria que entró en vigencia este año y los más permanentes, asociados con la indexación y con el ajuste de los salarios a tasas significativamente superiores a la meta, no lograron frenar la tendencia decreciente de la inflación total, aunque sí implicaron alzas importantes de varios rubros, sobre todo en el caso de los no transables, como se explica más adelante.

Gráfico 21
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

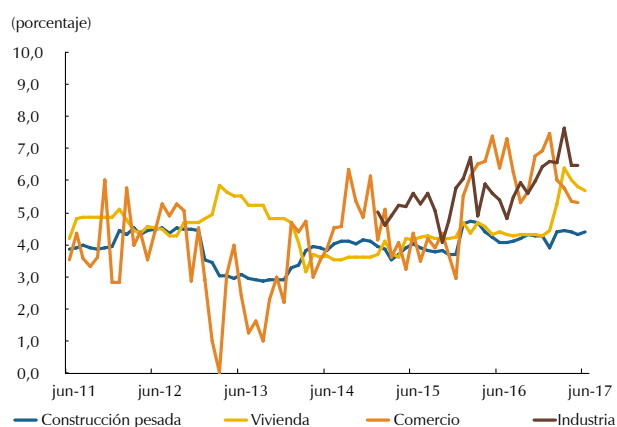
Cuadro 6
Indicadores de inflación al consumidor
(a junio de 2017)

Descripción	Ponderación	Jun-16	Sep-16	Dic-16	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17
Total	100,00	8,60	7,27	5,75	4,69	4,66	4,37	3,99
Sin alimentos	71,79	6,31	5,92	5,14	5,13	5,60	5,35	5,12
Transables	26,00	7,90	7,20	5,31	5,59	5,35	4,88	4,41
No transables	30,52	4,97	4,85	4,85	5,33	5,22	5,25	5,21
Regulados	15,26	6,71	6,19	5,44	4,05	6,75	6,24	6,01
Alimentos	28,21	14,28	10,61	7,22	3,65	2,49	2,09	1,37
Perecederos	3,88	34,94	6,66	(6,63)	(13,09)	(14,47)	(14,13)	(14,72)
Procesados	16,26	12,09	12,56	10,74	6,28	5,12	4,39	3,29
Comidas fuera del hogar	8,07	8,11	9,18	8,54	8,94	8,08	7,79	7,62
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		6,31	5,92	5,14	5,13	5,60	5,35	5,12
Núcleo 20		6,82	6,73	6,18	6,01	5,84	5,59	5,31
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		6,77	6,65	6,03	5,61	5,37	5,29	5,07
Inflación sin alimentos ni regulados		6,20	5,84	5,05	5,44	5,28	5,09	4,87
Promedio de todos los indicadores		6,52	6,29	5,60	5,55	5,52	5,33	5,09

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el caso de los salarios, al finalizar el primer semestre estos se ajustaban a tasas anuales que fluctuaban entre el 4,0%, que coincide con el techo del rango entre +/- 1 pp alrededor de la meta, y el 7,0%, que corresponde al aumento del salario mínimo decretado para este año. En particular, los salarios de la industria manufacturera se ajustaban en mayo a una tasa anual nominal de 6,5%, los del comercio al 5,3% y en junio los de la construcción de vivienda y construcción pesada lo hacían al 5,7% y 4,4%, respectivamente. Estas tasas son relativamente altas en relación con la meta del 3,0% y se han dado pese a la relativa holgura que se percibe en el mercado laboral, sobre todo en el de las principales zonas urbanas (Gráfico 22).

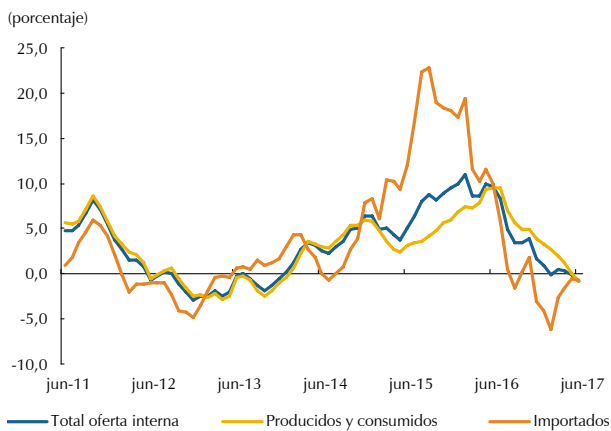
Gráfico 22
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

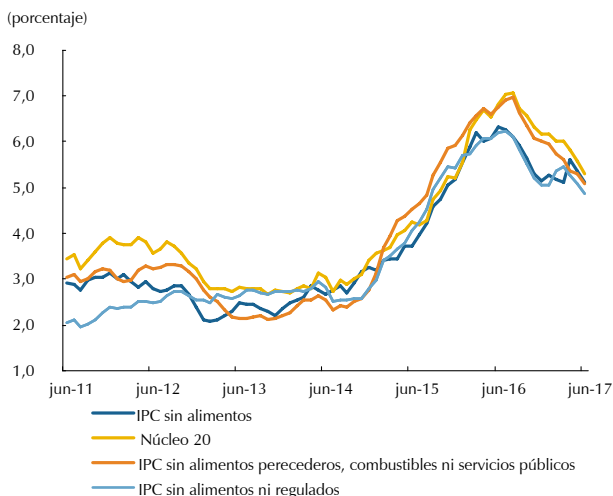
En cuanto a los costos no laborales, aproximados por la variación anual del IPP de oferta interna (IPP importado más el IPP de producidos y consumidos internamente), no se presentaron presiones inflacionarias durante el primer semestre de este año. De hecho, al igual que la inflación anual al consumidor, la del productor también mostró una tendencia decreciente a lo largo del primer semestre, cayendo del 1,62% en diciembre pasado al 0,55% en marzo y cerrando en terreno negativo en junio (-0,83%) (Gráfico 23). Este comportamiento bajista se explica por el componente local, cuyo ajuste anual cayó del 3,85% en diciembre al 2,01% en marzo y al -0,91% en junio. En contraste, la variación anual del IPP importado no cambió de manera importante entre diciembre pasado (-3,13%) y

Gráfico 23
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

Gráfico 24
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

marzo (-2,66%), pero sí aumentó con respecto a junio (-0,66%). El repunte en el segundo trimestre está vinculado con el encarecimiento del dólar en las últimas semanas. Dentro del componente local del IPP, la desaceleración fue generalizada, pues cobijó tanto al de los bienes de origen agropecuario (-8,44% en junio) como al IPP de minería (-2,40% en junio, en especial por extracción de petróleo crudo) y al de la industria (1,16% en junio).

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

Luego de una relativa estabilidad entre enero y abril, el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados periódicamente por el Banco de la República descendió en los siguientes dos meses y terminó el primer semestre en 5,09%. Todos los indicadores de inflación básica disminuyeron durante el segundo trimestre de 2017, salvo el IPC sin alimentos que cerró en junio en 5,12% (Gráfico 24).

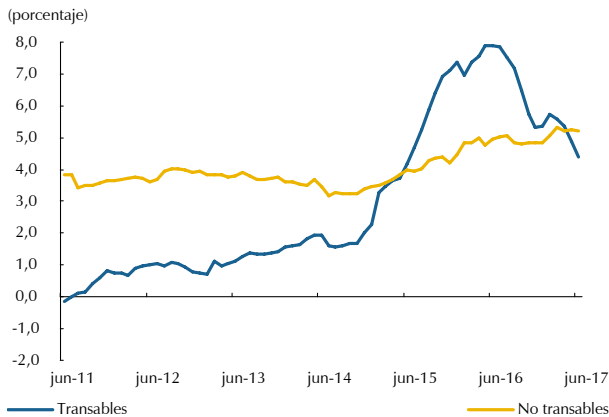
A junio todos los indicadores de inflación básica se mantenían por encima del techo del 4,0% de inflación (2%-4%). El desanclaje transitorio de las expectativas de inflación anual a lo largo de 2016, la indexación del IPC de servicios, el impacto inflacionario de la más reciente reforma tributaria, así como el de la nueva ley de licores, impidieron menores ajustes en la inflación básica durante los primeros meses de 2017. Una vez los choques anteriores han tendido a diluirse, los factores que presionan los precios a la baja, como la debilidad de la demanda y los menores ajustes en

los costos de producción, han empezado a hacer caer la inflación básica, como se observa en los dos últimos meses.

Al analizar el comportamiento del IPC sin alimentos, dos de los componentes de esta subcanasta (transables y no transables) presentaron disminuciones en su variación anual durante el segundo trimestre de 2017. El descenso más marcado, y mayor que el previsto, correspondió al del IPC de transables, cuya variación anual pasó de 5,59% en marzo a 4,41% en junio (Cuadro 6, Gráfico 25). Dicho indicador había registrado un aumento en el primer trimestre, el cual tuvo relación, en buena medida, con el aumento de los impuestos indirectos derivados de la reforma tributaria y de la ley de licores.

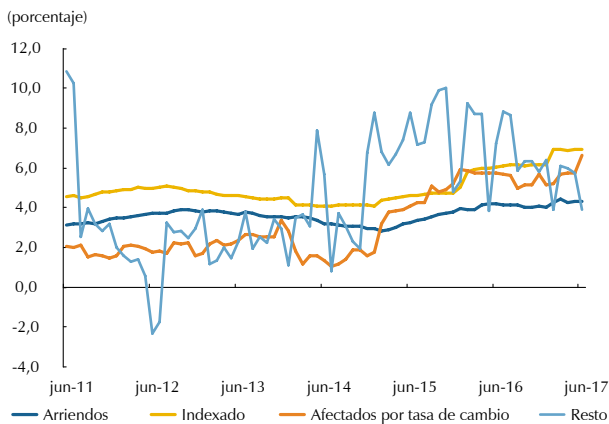
Así, el comportamiento de transables sin alimentos ni regulados en los últimos meses retoma la tendencia decreciente observada en la segunda mitad del año

Gráfico 25
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



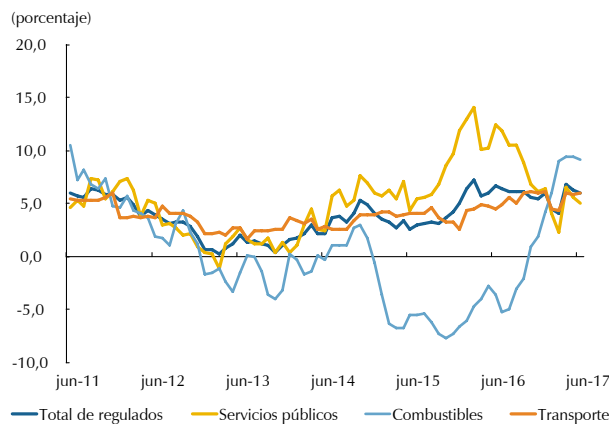
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 27
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

pasado, cuando se empezó a desvanecer el choque producido por la fuerte depreciación del peso acumulada entre mediados de 2014 y comienzos de 2016. La estabilidad del tipo de cambio en buena parte de lo corrido de 2017 ha permitido que los efectos de este choque hayan seguido desapareciendo gradualmente de la variación anual de transables, a lo que se suman los efectos bajistas que puede estar generando la debilidad de la demanda. Por otro lado, el descenso de este indicador a partir de abril también sugiere que el grueso de la transmisión del aumento del IVA y otros impuestos indirectos se completó en los primeros tres meses del año.

La variación anual de no transables sin alimentos ni regulados continuó mostrando niveles relativamente altos durante el segundo trimestre, aunque tuvo un leve descenso en este período a 5,2%. Durante casi todo el año pasado los ajustes anuales de esta subcategoría permanecieron estables entorno al 4,9%, para luego aumentar a 5,31% durante el primer trimestre (Cuadro 6, Gráfico 25).

Como se mencionó en el anterior informe, el repunte a marzo estuvo asociado con la presión alcista ejercida por los arriendos (especialmente en Bogotá) y por otros rubros indexados (servicios de salud y educación, en buena medida), cuyos precios al parecer se actualizaron a comienzos de 2017 al tener en cuenta tanto el ajuste del salario mínimo en 7,0% como la inflación del año pasado. Así, el cambio anual del componente indexado del IPC no transable repuntó de 6,16% en diciembre a 6,91% en marzo, nivel en el que se sostuvo durante el segundo trimestre. Cabe señalar que, a diferencia de los transables, los no transables, y en particular los indexados, se vieron poco afectados por los aumentos de los impuestos indirectos (Gráfico 26).

Con respecto a los regulados, su variación anual en junio se situó en 6,01%, aumentando frente al registro del primer trimestre, período en el cual habían contribuido a reducir la inflación total (por servicios públicos y transporte) (Cuadro 6 y Gráfico 27). Las presiones al alza en los regulados, que en buena parte fueron previstas en el informe anterior, provinieron de sus principales componentes.

La inflación de los bienes de precios rígidos, que pueden interpretarse como un indicador de inflación tendencial, se ha mantenido en niveles altos en relación con la meta.

Los servicios públicos aumentaron de 2,36% en marzo a 5,01% en junio, como consecuencia del ajuste al alza en gas, energía y acueducto. Algunas de estas tarifas se habrían visto afectadas por los mayores costos asociados con las nuevas inversiones requeridas para aumentar la cobertura en algunas ciudades del país (sobre todo en acueducto) y eventualmente por la depreciación del peso del último mes y medio.

En el transporte público buena parte de las alzas obedecieron al reajuste de las tarifas del transporte masivo en Bogotá durante el segundo trimestre. Cabe señalar que para el tercer trimestre se podrían dar nuevos incrementos en el rubro de transporte como resultado de la introducción, desde agosto, de una nueva plataforma digital de cobro en el caso del servicio de taxis.

A pesar de algunas alzas en el precio de la gasolina, el segmento de los combustibles no presentó cambios de importancia durante el segundo trimestre, cerrando el primer semestre con un crecimiento anual de precios de 9,08%. El gran repunte de este componente de los regulados se registró entre diciembre (1,83%) y marzo (8,98%), lo cual se explicó principalmente por el impuesto verde (el cual gravó la gasolina automotor con 135 pesos).

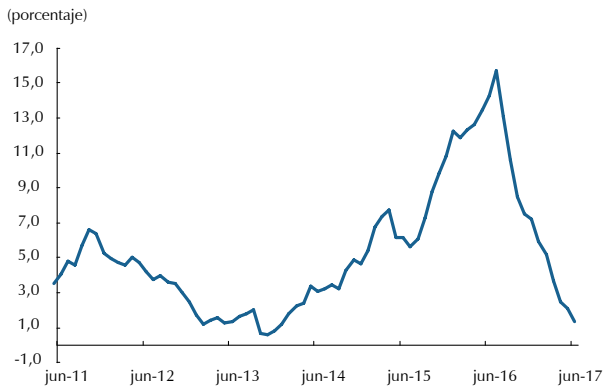
Con el propósito de entender mejor los factores que están detrás del descenso de la inflación básica en el segundo trimestre, para este *Informe* el IPC sin alimentos ni regulados se descompone también en dos nuevas subcanastas: la primera de precios flexibles y la segunda de precios rígidos. Los precios flexibles, que están determinados por el comportamiento del tipo de cambio, principalmente, fueron los que impulsaron el descenso de la inflación sin alimentos ni regulados en los últimos trimestres. Por su parte, los precios rígidos, que tienen la propiedad de aislar choques transitorios (como los de alimentos, precios administrados y el tipo de cambio), presentaron una variación anual estable pero relativamente alta y en niveles de 5,1% en los últimos meses, después de aumentar a comienzos de año. Esta subcanasta puede operar como indicador de inflación tendencial, además de tener información sobre expectativas de precios al consumidor e inflación futura.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

Durante los últimos tres meses la inflación anual de alimentos continuó descendiendo acorde con lo previsto, y se situó en 1,37% en junio, su nivel más bajo desde el enero de 2014 (1,2%) (Gráfico 28). Desde mediados del año pasado los alimentos vienen liderando la caída de la inflación anual total en la medida en que han desaparecido los efectos de los choques alcistas por cuenta del fenómeno de El Niño y del paro de transportadores terrestres.

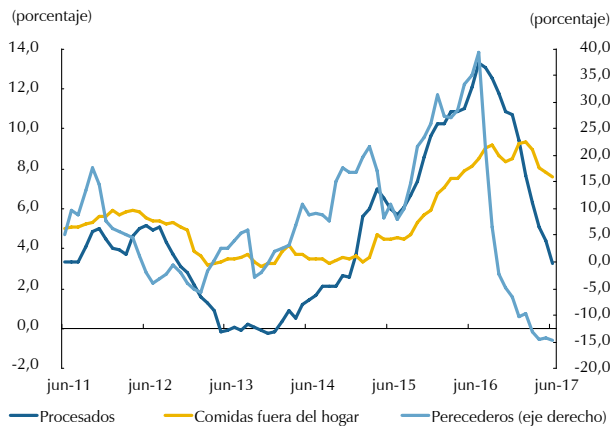
A diferencia de lo que aconteció hasta el primer trimestre, cuando la caída de los precios de los alimentos perecederos o frescos fue la principal causa del

Gráfico 28
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 29
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

descenso de la inflación de alimentos, en esta oportunidad dicha disminución fue posible, sobre todo por el comportamiento favorable de los precios de los alimentos procesados (Gráfico 29). El aumento en algunos precios internacionales de materias primas agrícolas y la depreciación del peso con respecto al dólar en los dos últimos meses no frenaron estas reducciones. Así, la variación anual a junio fue de 3,3%, reduciéndose de manera importante frente al trimestre anterior gracias a caídas absolutas en los precios de varios bienes de gran peso en la canasta del consumidor, como carne de res y de cerdo, huevos y arroz, entre otros.

De todas maneras, en el segundo trimestre los precios de los alimentos perecederos, aunque no cayeron, presentaron una gran estabilidad y se mantuvieron en niveles muy bajos frente a lo que se observó en los mismos meses del año pasado, con una variación anual de -14,7%. Por su parte, la variación anual de las comidas fuera del hogar, que había seguido aumentando en el primer trimestre, presentó un quiebre en esta tendencia en los últimos meses y se situó en 7,6%, 132 pb menos que el registro de marzo. La debilidad de la demanda, alimentos perecederos más baratos y la caída en el precio de la carne en las últimas semanas vienen contribuyendo a que este subgrupo de alimentos tenga menores ajustes anuales en sus precios.

Recuadro 2 LA INFLACIÓN DE LOS PRECIOS RÍGIDOS EN COLOMBIA

Juan Manuel Julio
Javier Gómez
Manuel Darío Hernández*

Julio, Gómez y Hernández (2017) calculan las inflaciones de los precios “rígidos” y “flexibles” para Colombia. Estos nuevos indicadores son las inflaciones agregadas de los gastos básicos, excluyendo alimentos y regulados, cuyos precios cambian con poca o mucha frecuencia dependiendo de un umbral. Este, de 10,76 meses, es la mediana de la distribución de las duraciones de los precios observadas entre marzo y agosto de 2006, obtenido de Julio, Zárate y Hernández (2010).

La clasificación de los gastos básicos del índice de precios al consumidor (IPC), sin alimentos ni regulados, según la frecuencia de cambio de los precios, redundó en una canasta de rígidos (que contiene básicamente servicios) y una de flexibles (que se compone principalmente de bienes). Como resultado, las canastas de rígidos y flexibles resultan ser similares a las de no transables y transables, respectivamente, y la canasta de rígidos se asemeja a la propuesta por Vargas (2016).

La importancia de las inflaciones de los precios rígidos y flexibles para el diseño y análisis de la política monetaria se deriva de los siguientes hechos. Como primera medida, la desagregación de la inflación sin alimentos ni regulados entre rígidos y flexibles destaca la importancia de las rigideces de los precios como la fuente más importante de los efectos reales de la política monetaria (Keynes, 1936). Segundo, el hecho de que la inflación de los flexibles se equipare a la de los transables implica que la primera es el componente de la inflación más relacionado con las variaciones de la tasa de cambio. En consecuencia, este es el componente de la inflación más relacionado con el traspaso de la tasa de cambio a la inflación del IPC. Y tercero, Bryan y Meyer (2010) postularon que la inflación de los precios rígidos contiene información sobre la inflación futura y sus expectativas, las cuales suelen ser difíciles de medir. Estos autores también proponen que la inflación de los precios flexibles contiene información sobre el estado actual de la economía. Estas proposiciones fueron validadas tanto teóricamente por Millard y O’Grady (2012) y Reiff y Várhegyi (2013), como empíricamente por Bryan y Meyer (2010), Millard y O’Grady (2012), Reiff y Várhegyi (2013) y Erlandsen (2014), para los Estados Unidos, el Reino Unido, Hungría y Noruega, respectivamente.

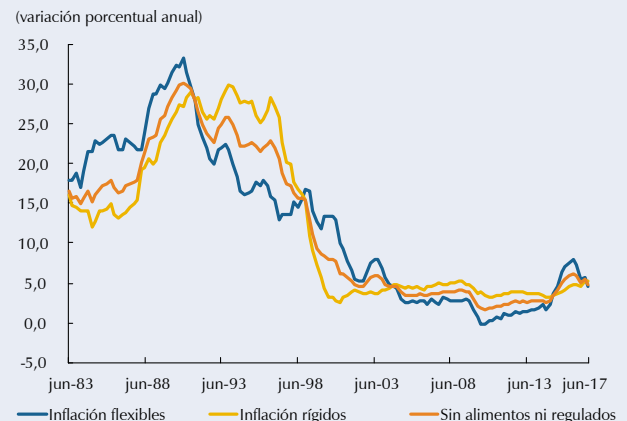
* Los autores son, en su orden, investigadores principales del Banco de la República y profesional especializado del Departamento Técnico y de Información Económica. Las opiniones, posibles errores y omisiones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva

Julio et al. (2017) muestran que los postulados de Bryan y Meyer (2010) y los hallazgos en los países mencionados se cumplen en Colombia, y obtienen otros resultados que pueden explicar la historia monetaria de Colombia, algunos de los cuales podrían ser comunes a otras economías pequeñas y abiertas. Estos resultados se describen a continuación.

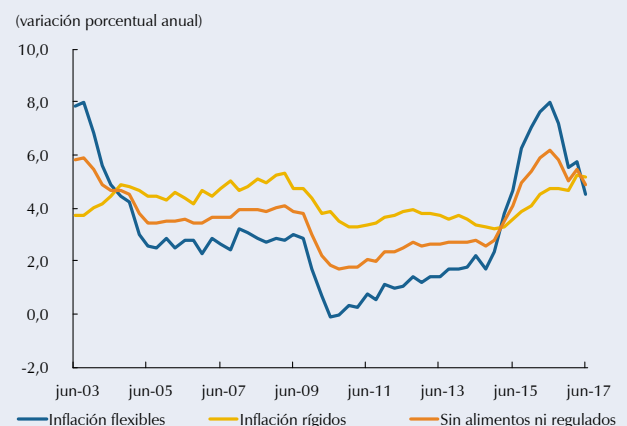
Con el fin de describir la naturaleza de las fluctuaciones de estos nuevos indicadores, el Gráfico R2.1 muestra la evolución de la inflación de rígidos y flexibles en comparación con la inflación sin alimentos ni regulados. De este gráfico se destaca lo siguiente: 1) los cambios en el estado estacionario de la inflación se redujeron substancialmente luego de la adopción de la libre flotación en 1999, la desinflación de

Gráfico R2.1

A. Variación anual de los precios rígidos, flexibles e inflación sin alimentos ni regulados, 1983-2017



B. Variación anual de los precios rígidos, flexibles e inflación sin alimentos ni regulados, 2003-2017



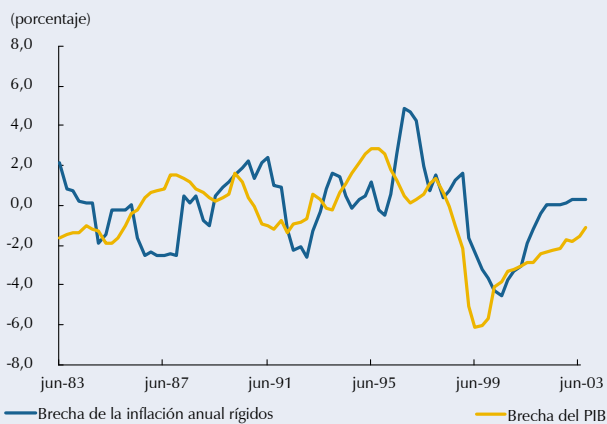
Fuente: Julio et al. (2017).

1996-2002, o por ambos factores; 2) la inflación de los rígidos es el componente más suave de la inflación sin alimentos ni regulados y, por esta razón, es el componente que más posiblemente transmite innovaciones que tienen efecto de largo plazo sobre la inflación, tales como los cambios en las expectativas y la credibilidad de la política monetaria; 3) las variaciones de la inflación de los flexibles son predominantemente cíclicas, lo cual hace que este sea el componente que con mayor probabilidad transmite innovaciones transitorias, como por ejemplo las de la tasa de cambio y la brecha del producto. Como resultado, la inflación de los precios rígidos también se puede interpretar como una medida de la tendencia de largo plazo de la inflación que puede indicar cambios en las expectativas de inflación futura y en la credibilidad de la política monetaria¹.

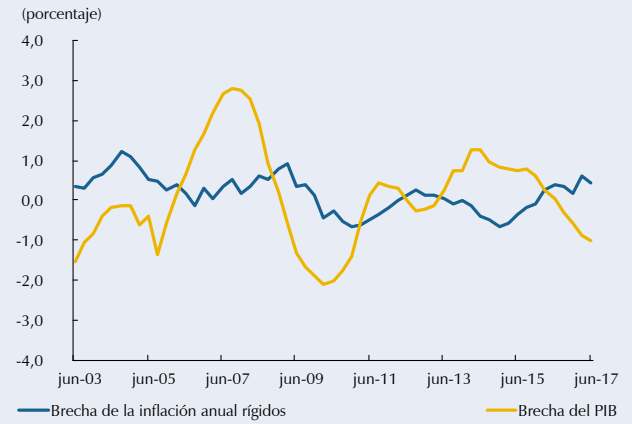
La relación entre los nuevos indicadores de inflación con la brecha del producto se puede observar en el Gráfico R2.2, el cual muestra la evolución de las brechas de Hodrick y Prescott (1997) de las inflaciones de rígidos y flexibles, en comparación con la del producto, antes y después de 2003. Este gráfico sugiere que: 1) antes de 2003 la brecha del producto antecede a la brecha de la inflación de rígidos, pero después de 2003 esta relación se debilita; 2) no obstante, la relación entre la brecha del producto y la inflación de rígidos no se anula después de 2003; 3) antes de 2003 no se aprecia una relación clara entre la brecha de los flexibles y la brecha pasada del producto, pero luego de 2003 esta relación se fortalece hasta superar a la de la brecha de los rígidos². Como resultado, parece haber ocurrido un cambio estructural en la relación de las inflaciones de rígidos y flexibles

Gráfico R2.2
Brechas de las inflaciones de rígidos, flexibles y del producto

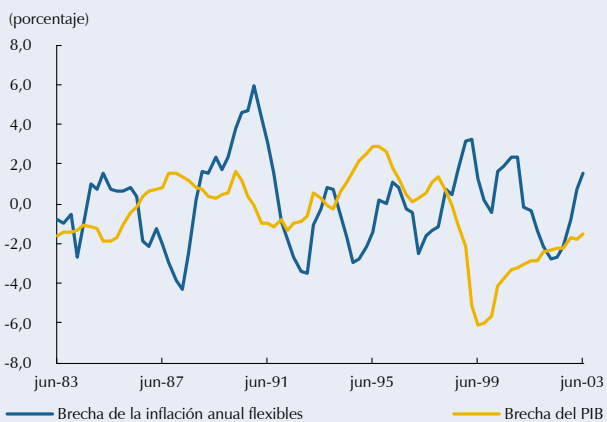
A. Rígidos, 1983-2003



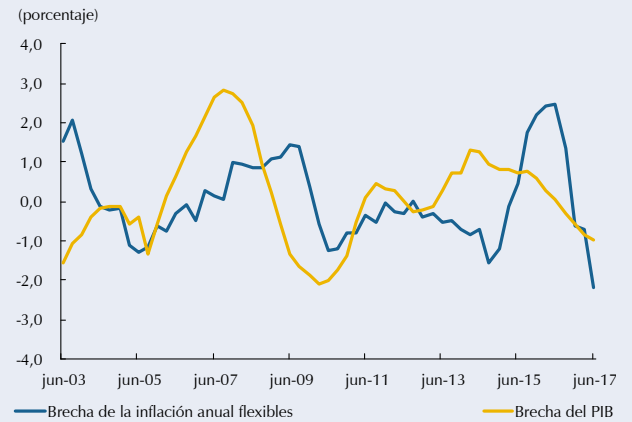
B. Rígidos, 2003-2017



C. Flexibles, 1983-2003



D. Flexibles, 2003-2017



Fuente: Julio et al. (2017).

1 Estos resultados se basan también en análisis espectrales que muestran las frecuencias que dominan las fluctuaciones de las inflaciones de rígidos, flexibles y del IPC sin alimentos ni regulados, las cuales se encuentran en Julio et al. (2017).

2 Estas observaciones fueron corroboradas con funciones estimadas de correlación cruzada de las inflaciones de rígidos y flexibles con la brecha del PIB que se encuentran en Julio et al. (2017).

con la brecha del producto, en el cual los resultados para el periodo posterior a 2003 concuerdan con los postulados de Bryan y Meyer (2010) y con los hallazgos para otros países.

Este quiebre estructural se puede corroborar en el Gráfico R2.3, el cual muestra la evolución de la brecha de la variación del precio relativo de los flexibles sobre los rígidos con la del producto. De este gráfico se puede observar que la brecha del PIB antecede los movimientos de la variación de precios relativos inversamente hasta 1998, va paralela con esta entre 1998 y 2003, pero después de 2003 no es clara su relación. Como resultado, el cambio estructural mencionado se refleja también en la relación entre las variaciones de los precios relativos de los flexibles sobre los rígidos con la brecha del producto.

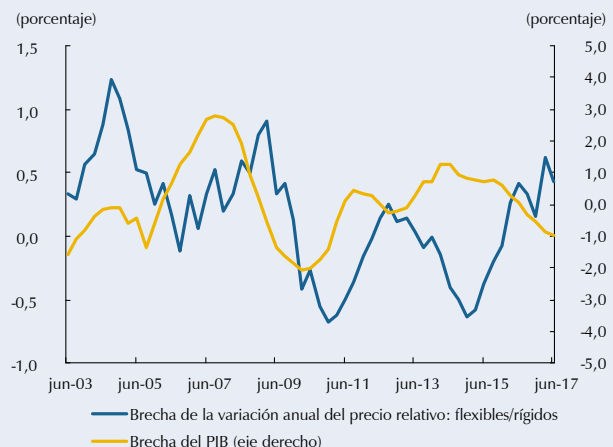
Este cambio estructural es resultado, posiblemente, del incremento de la credibilidad en la política monetaria debido

Gráfico R2.3
Brecha de la variación anual del precio relativo de flexibles sobre rígidos y brecha del producto

A. 1983-2003



B. 2003-2017



Fuente: Julio et al. (2017).

a la desinflación de 1996-2002 y de la adopción de la libre flotación del peso, con la cual se completó el esquema de inflación objetivo en Colombia (Hammond, 2012).

De manera similar, la relación de la depreciación real del peso con la inflación de los flexibles y con las variaciones de los precios relativos de los flexibles sobre los rígidos se puede deducir de los cuatro paneles del Gráfico R2.4. El panel A muestra la evolución de la brecha de la inflación de los flexibles en comparación con la de la tasa de depreciación real anual del peso. El panel C, a su vez, muestra esta misma relación desde 2003, pero esta vez sin eliminar la tendencia de la inflación de los flexibles. Los paneles B y D, por su parte, muestran la inflación del precio relativo de los flexibles sobre los rígidos para el período total y después de 2003, respectivamente. De este gráfico se puede inferir: 1) una relación clara de la depreciación real contemporánea y rezagada con la inflación de los flexibles, medida como desviación de su tendencia; 2) otra relación igualmente clara entre la depreciación real del peso y la inflación de los flexibles, sin eliminar su tendencia, después de 2003, y 3) una relación igualmente fuerte entre las variaciones de los precios relativos de los flexibles sobre los rígidos y la depreciación real³. Estos resultados dan evidencia clara del traspaso de las variaciones de la tasa de cambio real a la inflación.

Así mismo, Julio et al. (2017) muestran evidencia que indicaría que: 1) los choques que contribuyen a los cambios de la inflación, ahora que las variaciones en el estado estacionario de la inflación se redujeron substancialmente, son en su orden los de alimentos, flexibles y regulados, mientras que los de los rígidos tienen una contribución comparativamente pequeña, y 2) la inflación de rígidos contiene información sobre la inflación futura y sus expectativas.

Julio et al. (2017) también presentan un modelo de precios rígidos (MPR) que propone una formalización de los mecanismos de transmisión a las tasas de inflación de rígidos y flexibles. En el MPR tanto la inflación de rígidos como la de flexibles dependen de las expectativas de inflación, de la brecha del producto y la tasa de cambio.

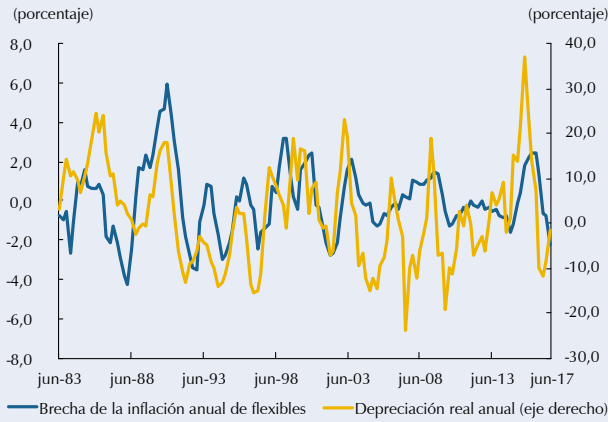
De acuerdo con los ejercicios de impulso respuesta del MPR, la inflación de rígidos responde más a las expectativas de inflación y menos a la brecha del producto y a la tasa de cambio en comparación con la inflación de flexibles.

Como resultado de los ejercicios de descomposición histórica, la inflación de rígidos está explicada más por choques a las expectativas que la inflación de flexibles, y menos por los

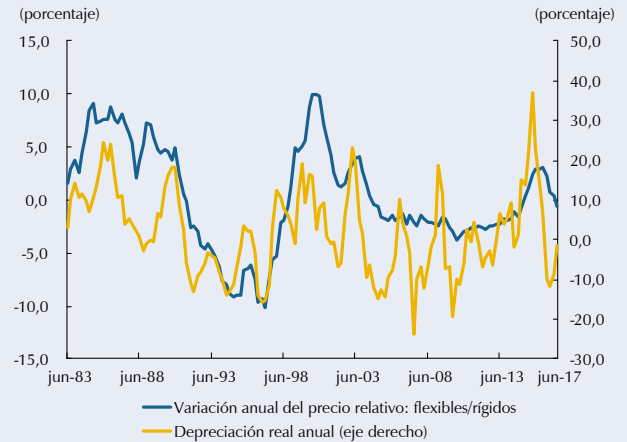
3 Estas observaciones fueron corroboradas con funciones estimadas de correlación cruzada de las inflaciones de flexibles y las variaciones de los precios relativos de los flexibles sobre los rígidos con la tasa de depreciación real del Peso que se encuentran en Julio et al. (2017).

Gráfico R2.4

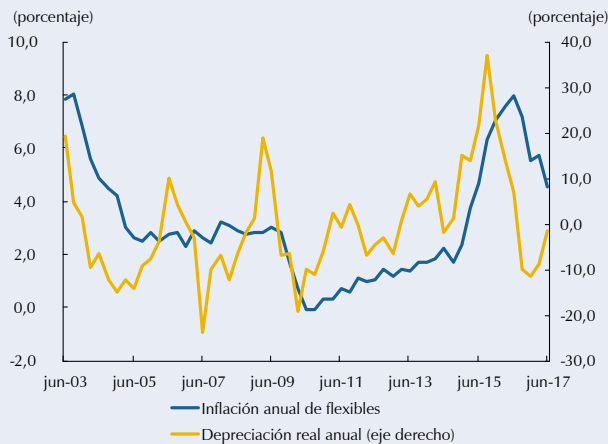
A. Brecha de la inflación de flexibles, 1983-2017



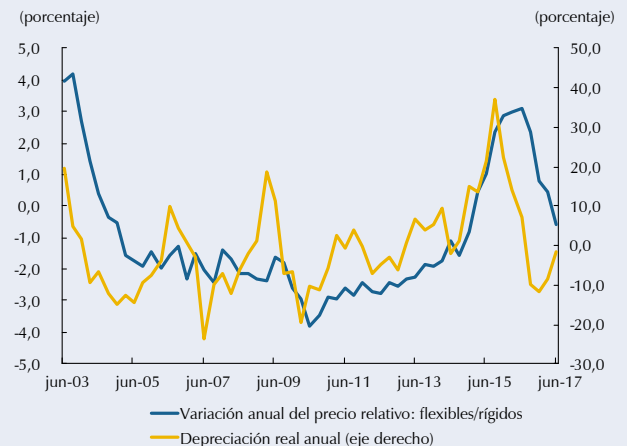
B. Variación del precio relativo de los flexibles sobre los rígidos, 1983-2017



C. Inflación de flexibles, 2003-2017



D. Variación del precio relativo de los flexibles sobre los rígidos, 2003-2017



Fuente: Julio *et al.* (2017).

choques a la tasa de cambio y los relacionados con la brecha del producto.

Tanto los ejercicios de impulso respuesta como los de descomposición histórica del MPR muestran que la reducida respuesta de la inflación de rígidos a la tasa de cambio alcanza a explicar una parte de la variación de la inflación de rígidos. De hecho, el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación de rígidos es de segunda ronda. La primera ronda consiste en el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación de flexibles, mientras que la segunda es el efecto de la inflación total, como límite al aumento de los contratos de arrendamiento, un componente importante de la inflación de rígidos.

Con base en los resultados de Julio *et al.* (2017), el análisis y formulación de la política monetaria se podría realizar de la siguiente manera. La inflación anual sin alimentos ni regulados, $\pi_{C,t} = P_{C,t} - P_{C,t-4}$, es la suma ponderada de la inflación de rígidos $\pi_{Rig,t}$ y flexibles $\pi_{Flex,t}$

$$\pi_{C,t} = \alpha_{Rig} \pi_{Rig,t} + \alpha_{Flex} \pi_{Flex,t} \quad (1)$$

Luego de un ajuste sencillo, esta ecuación se puede expresar como la suma de la inflación de rígidos y el diferencial entre la inflación de los flexibles y los rígidos, este último multiplicado por la ponderación de los flexibles en la inflación sin alimentos ni regulados, α_{Flex} , así:

$$\pi_{C,t} = \pi_{Rig,t} + \alpha_{Flex} (\pi_{Flex,t} - \pi_{Rig,t}) \quad (2)$$

Si, además, tenemos en cuenta que este diferencial de inflaciones no es solo un elemento contable sino que, por el contrario, es igual al cambio en el precio relativo de los flexibles/rígidos, $(\pi_{Flex,t} - \pi_{Rig,t}) = (q_{Flex,t} - q_{Rig,t-4})$, obtenemos:

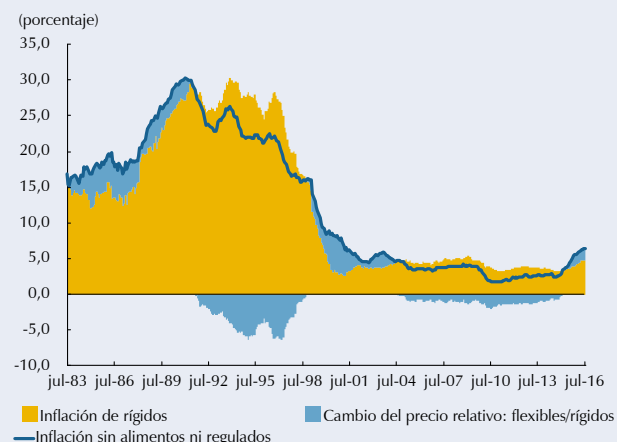
$$\pi_{C,t} = \pi_{Rig,t} + \alpha_{Flex} (q_{Flex,t} - q_{Rig,t-4}) \quad (3)$$

Como resultado, la ecuación (3) descompone la inflación sin alimentos en la tendencia de largo plazo de la inflación y un componente cíclico. El componente tendencial, que es la inflación de los rígidos, está relacionado con las expectativas sobre la inflación futura y puede indicar cambios en la credibilidad de la política monetaria. El componente cíclico, que es la variación de los precios relativos, se relaciona con las variaciones de la tasa de cambio real y con la brecha del PIB. Esta descomposición se muestra en el Gráfico R2.5.

El Gráfico R2.5 muestra que la inflación sin alimentos ni regulados cayó durante 1998-1999 por un desplazamiento fuerte de la inflación de rígidos, mientras que el componente cíclico amortiguó el efecto de este desplazamiento sobre la inflación sin alimentos ni regulados. En efecto, la inflación de los rígidos se desplazó abruptamente con el quiebre en las expectativas de inflación de 1998-1999, el cual fue generado por noticias relacionadas con las tasas de interés, el cambio en la tendencia del crédito y del precio de la vivienda y el alza en la prima por el riesgo país. Sin embargo, el cambio en los precios relativos pasó de terreno negativo a positivo durante el período, de conformidad con la depreciación real del peso. Como resultado, mientras que la inflación sin alimentos ni regulados se redujo gradualmente, el comportamiento del cambio en los precios relativos ocultó el salto abrupto en la de rígidos; es decir, en las expectativas.

La importancia del efecto de los cambios en los precios relativos de los flexibles sobre los rígidos durante este episodio también tiene que ver con la duración de sus ciclos. El Gráfico R2.5 muestra que la evolución de la inflación de los rígidos fue oscurecida por cambios negativos en los precios relativos durante ocho años, entre 1991 y 1999. Esto muestra que el componente cíclico tiene un comportamiento altamente persistente. De hecho, el Gráfico R2.5 muestra solamente dos

Gráfico R2.5
Descomposición de la inflación sin alimentos ni regulados



Fuente: Julio et al. (2017); cálculos del autor,

ciclos durante la muestra, los cuales están relacionados con la tasa de cambio (véase también el Gráfico R2.4). En consecuencia, el componente cíclico muestra una duración promedio de diecisiete años.

En conclusión, la inflación depende tanto de la tendencia de largo plazo como del componente cíclico. La primera está explicada por las expectativas del público, mientras que la segunda lo está por la tasa de cambio y la brecha del producto. Todos estos elementos, y el horizonte sobre el cual actúan, son importantes para la formulación de la política monetaria.

Referencias

- Aoki, K. (2001). "Optimal Monetary Policy Responses to Relative-Price Changes", *Journal of Monetary Economics*, vol. 48, núm. 1, pp. 55-80, agosto
- Benigno, P. (2004). "Optimal Monetary Policy in a Currency Area", *Journal of International Economics*, vol. 63, núm. 2, pp. 293-320, julio.
- Bryan, M.; Meyer, B. (2010). "Are some Prices in the CPI More Forward Looking than Others? We Think So", *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Erlandsen, S. (2014). "Sticky Prices and Inflation Expectations in Norway", *Norge Bank Staff Memo*.
- Eusepi, S.; Hobijn, B.; Tambalotti, A. (2011). "Condi: A Cost-of-Nominal-Distortions Index", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3, núm. 3, pp. 53-91.
- Hammond, G. (2012). "State of the Art of Inflation Targeting", *Handbooks*, núm. 29, pp. 1-47, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, febrero.
- Hodrick, R. J.; Prescott, E. C. (1997). "Postwar U. S. Business Cycles: An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29, núm. 1, pp. 1-16, febrero.
- Julio, J. M.; Gómez, J. G.; Hernández, M. D. (2017). "la inflación de los precios rígidos en Colombia", *Borradores Economía*, núm. 1006, Banco de la República.
- Julio, J. M.; Zárate, H. M.; Hernández, M. D. (2010). "The Stickiness of Colombian Consumer Prices", *Ensayos Sobre Política Económica*, vol. 28, núm. 63, pp. 100-153.
- Keynes, J. M. (1936). *General Theory of Employment, Interest and Money*, New York: Atlantic Publishers & Distributors.
- Millard, S.; O'Grady, T. (2012). "What do Sticky and Flexible Prices Tell Us?", *Bank of England Working Papers*, núm. 457, 1-28 pp., julio.
- Reiff, Á.; Várhegyi, J. (2013). "Sticky Price Inflation Index: An Alternative to Core Inflation Measure", *Magyar Nemzeti Bank Working Paper*, núm. 2013-2, 1-24 pp.
- Sargent, T. (1982). "The Ends of Four Big Inflation", en Robert E. Hall (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, pp. 41-98, National Bureau of Economic Research, Chicago: University of Chicago Press.
- Vargas, H. (2016). "Inflation Expectations and a Model-Based Core Inflation Measure in Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 928, 1-

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO⁴

En el escenario central más probable proyectado por el equipo técnico se prevé que el crecimiento de todo 2017 se sitúe con mayor probabilidad en 1,6%, contenido en un rango entre 1,0 y 2,0%.

La desaceleración de la economía habría tocado fondo en la primera mitad del año, y se espera que se recupere en la segunda, convergiendo hacia su potencial en el mediano plazo.

La inflación anual puede mostrar un repunte transitorio en los próximos meses, sin embargo debe retomar una tendencia decreciente a comienzos de 2018 para converger al 3,0% en los siguientes trimestres.

Al descenso de la inflación anual deben contribuir la desaparición del choque por aumento de impuestos indirectos registrado a comienzos de 2017 y el crecimiento moderado de la demanda entre otros.

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

Los resultados observados en el primer semestre del año para los diferentes indicadores de actividad económica sugieren que el proceso de ajuste de la economía colombiana ante el choque a los ingresos (producto de la caída de los términos de intercambio) habría avanzado de manera importante en este período. Evidencia de lo anterior es el cierre ordenado del déficit en la cuenta corriente que se viene registrando desde comienzos de 2016, y que se espera que continúe a lo largo de este y el próximo año. En vista de ello, se espera que el crecimiento económico empiece a ganar dinamismo gradualmente en la segunda mitad del año, y que se encarrile en una senda de convergencia hacia su nivel potencial.

A pesar de ello, las proyecciones presentadas en este *Informe* sugieren que el crecimiento del PIB para todo 2017 será menor que el observado en 2016, incluso por debajo del contemplado por el equipo técnico del Banco de la República en versiones anteriores de este informe. Estos pronósticos suponen que la desaceleración económica habría tocado fondo en la primera mitad del año, en particular en el primer trimestre, y que durante la segunda se espera alguna recuperación. Para 2018 se prevé una aceleración adicional del ritmo de expansión de la economía.

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

⁴ Los pronósticos del equipo técnico presentados en este informe se hicieron con información disponible hasta el 27 de julio de 2017.

Se espera que las recientes acciones de política monetaria tengan efectos favorables sobre la actividad real en lo que resta del 2017 y en 2018.

Los fundamentales de crecimiento para el año en curso (y sus pronósticos para el próximo) apoyan dicha perspectiva. En principio, lo observado en meses recientes permite ponderar con mayor peso algunos riesgos a la baja en el contexto internacional, lo que apoya la reducción del pronóstico de crecimiento del PIB de 2017. Como se presentó en el capítulo I, a pesar de que la demanda externa se está acelerando frente a 2016 su crecimiento seguiría siendo relativamente bajo. Además, si bien los precios de la mayoría de materias primas exportadas por Colombia son hoy en día superiores a las del promedio del año pasado, sus niveles, y el de los términos de intercambio, se revisaron a la baja frente a lo contemplado en el Informe anterior. Por otro lado, aunque las primas de riesgo para Colombia y los demás países de la región se han mantenido relativamente estables, la perspectiva de posturas de política monetaria menos laxas en las economías avanzadas podría significar un riesgo al alza para el costo del financiamiento en el corto y mediano plazos. Como es usual, los demás supuestos de contexto externo utilizados en la proyección del PIB aquí presentada son consistentes con los escenarios de la balanza de pagos de 2017 y 2018.

Las proyecciones de crecimiento de 2017 y 2018 incorporan las consecuencias del aumento de los impuestos directos e indirectos de la reforma tributaria sobre la dinámica del PIB, así como los efectos sobre los planes de consumo e inversión que tendrían los actualmente bajos niveles de confianza de los agentes de la economía. De igual manera, suponen que la inflación de precios al consumidor termina el año en una cifra cercana al techo del rango de +/- 1 pp alrededor de la meta del banco de la república del 3,0% en 2018. Esto evitará un nuevo deterioro de la capacidad de compra de los ingresos de los hogares, a diferencia de lo que sucedió en 2016 con el aumento de la inflación. Por otro lado, para lo que resta del año y el próximo se prevé que las acciones recientes de política monetaria tengan efectos favorables sobre la actividad real. En particular, se daría una mayor transmisión de la reducción de la tasa de referencia hacia las tasas de mercado que abaratará el financiamiento, liberando ingresos para el consumo y dinamizando el crédito.

Adicionalmente, para 2017 se prevé una dinámica del consumo público algo por encima de la registrada en 2016, principalmente por un mayor nivel de gasto por parte de los gobiernos regionales y locales, y que tiene en cuenta la ejecución de recursos del gobierno nacional central (GNC) consistente con lo contemplado en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP). Para 2018 se proyecta un crecimiento adicional de este rubro del PIB, consistente con lo presentado en las versiones más recientes de los documentos de *Proyecto de Presupuesto General de la Nación* y del MFMP. Asimismo, se pronostica un crecimiento importante de las obras civiles para ambos años, debido, en gran medida, al aumento de la inversión por parte de diferentes empresas del sector petrolero y a la ejecución de recursos en proyectos de infraestructura regionales y de vías en el marco 4G. Cabe señalar que existe alta incertidumbre sobre el comportamiento de este renglón de la demanda, por lo que a este supuesto se asignan riesgos bajistas.

Para 2017 se prevé una dinámica del consumo público algo mejor que la observada en 2016 y un crecimiento importante de la inversión en obras civiles.

Dado lo anterior, para todo 2017 se prevé una expansión de la demanda interna, con una dinámica más homogénea entre sus componentes que en años anteriores,

El consumo privado se desaceleraría con respecto a lo observado el año pasado por los efectos del aumento del IVA, los bajos niveles de confianza, y el bajo ritmo de creación de empleo.

pero que sería menor que los registros del año pasado. Este escenario anticipa que el proceso de sustitución de importaciones que se observó desde 2015 y se acentuó en 2016, se atenuaría en 2017 y 2018. Por esta razón, en el mediano plazo la expansión de la demanda interna se apoyaría no solo en la utilización de oferta interna de bienes y servicios, sino igualmente en la oferta importada, con mayor intensidad que lo que sucedió tras el choque petrolero que propició cambios abruptos de precios relativos.

Así las cosas, para todo 2017 se proyecta una leve desaceleración para el consumo privado con respecto a lo observado el año pasado. Este menor desempeño obedecería, entre otras razones, al impacto del aumento del IVA sobre la capacidad de compra de los ingresos de los hogares, así como los bajos niveles de confianza. La dinámica reciente del mercado laboral tampoco permite prever un impulso adicional a este rubro del PIB por cuenta de la creación de empleo. Para 2018 se espera que este componente del producto, el que mayor participación tiene dentro de la demanda, crezca a un ritmo modesto, por debajo de su promedio calculado desde 2001 (3,7%), aunque mayor que el que se observaría en 2017.

Con respecto a la inversión en bienes de capital, en particular de maquinaria para la industria y equipo de transporte, se prevé una contribución positiva al crecimiento del PIB de 2017. Cabe señalar que los crecimientos de estos sectores seguirían siendo significativamente menores que su promedio histórico, por cuenta de la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal y del rezago con el que operan los cambios de postura de política monetaria sobre el sector real. Para el próximo año se espera un repunte adicional, en alguna medida por la reducción de la carga tributaria a las firmas contemplada en la reforma tributaria.

Por su parte, la formación bruta de capital en construcción de edificaciones aportaría negativamente este año. Si bien se daría un impulso por parte de los diferentes planes de vivienda social del GNC y por el efecto expansivo de los subsidios a la tasa de interés para compra de vivienda nueva en los estratos bajo y medio, un exceso de oferta acumulado y unos precios de la finca raíz que se estarían estancando limitarían las posibilidades de expansión del sector.

En 2017 y 2018 la producción de bienes y servicios transables seguiría recuperándose, en parte por los efectos de la depreciación acumulada y por la recuperación de la demanda externa.

Finalmente, la proyección de crecimiento del PIB para 2017 supone un aporte de las cuentas de comercio exterior cercano a cero. Se proyectan recuperaciones de las ventas al exterior de bienes básicos para lo que resta del año, en particular de petróleo y café. En dicho escenario, las cantidades exportadas para estos productos cerrarían en niveles similares a los observados en 2016. Para el caso de bienes no tradicionales y de servicios se esperan expansiones, aunque menores que las contempladas un trimestre atrás. Para 2018 ambos componentes, tanto el tradicional como el no tradicional, aportarían positivamente al crecimiento del PIB. Las importaciones, por su parte, se expandirían a un ritmo moderado tanto en este año como en el próximo, pero significativamente mayor que la caída observada el año pasado. Lo anterior sería coherente con una mayor dinámica de sectores cuya demanda es más intensiva en bienes provenientes del exterior, como se explicó antes.

Por el lado de la oferta, las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República sugieren que en 2017 y 2018 la producción de bienes y servicios transables seguiría recuperándose, en parte por los efectos de la depreciación acumulada y por la recuperación de los socios comerciales.

La industria manufacturera tendría un crecimiento positivo, pero muy bajo en 2017. Su desempeño dependerá de la recuperación de la demanda interna y de los socios comerciales que compran bienes de origen industrial. Al mismo tiempo, las actividades agrícolas gozarían de mejores condiciones climáticas y precios favorables, con lo que se puede esperar un buen comportamiento. No obstante, dados los altos niveles observados en la segunda mitad de 2016, no se espera que se repita el significativo rebote observado del primer trimestre de 2017 (7,7%). Para 2018 la recuperación de los socios comerciales y la competitividad derivada de la devaluación acumulada deberían promover el crecimiento sectorial.

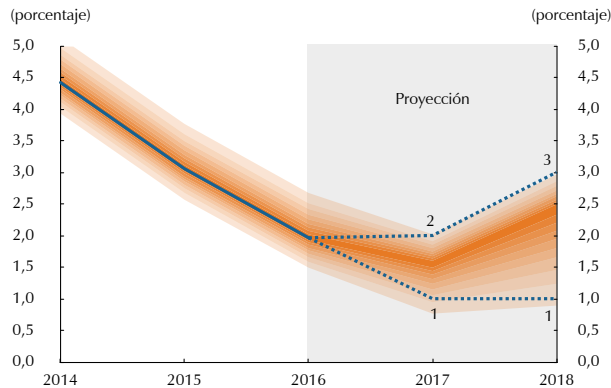
En lo que respecta al PIB de la minería, para todo 2017 se estima una nueva contracción, aunque menor que la observada en 2016. Esto se explica porque las caídas de la producción petrolera hacia la segunda mitad del año serían menores que las observadas en 2016 y en el primer semestre de 2017. La producción de carbón, que ha mostrado en el primer semestre de 2017 un gran dinamismo, compensaría parcialmente las caídas del petróleo. Para 2018 se espera una expansión modesta de la minería, apoyada en unos precios del petróleo algo mayores y en los proyectos de inversión que se estarían ejecutando en 2017.

Por otro lado, 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 este sector tiene encadenamientos productivos con ramas como la industria y el transporte, lo que contribuye de manera importante a la expansión del agregado nacional.

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 1,0% y 2,0%. Para 2018 el proceso de recuperación de la economía colombiana continuaría y se estima que el PIB crezca cerca del 2,4%, con un rango de pronóstico entre 1,0% y 3,0%⁵. El balance de riesgos está sesgado a la baja debido a la elevada incertidumbre del contexto internacional y a que la inversión podría presentar un menor dinamismo que el contemplado en el escenario central, en particular en lo relacionado con los cronogramas de las obras civiles de cuarta generación. Por el contrario, el principal riesgo alcista está relacionado con un menor precio de las importaciones en dólares (gráficos 30 y 31, y Cuadro 7).

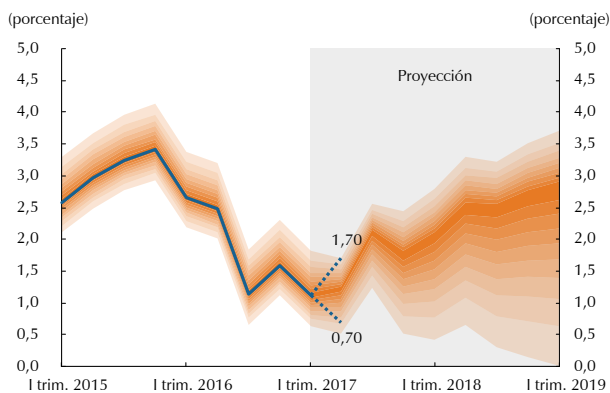
5 Los pronósticos del equipo técnico presentados en este informe se hicieron con información disponible hasta el 27 de julio de 2017

Gráfico 30
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

Al igual que para el informe de marzo, para este se utiliza el modelo Patacon, al cual, sin embargo, se le efectuaron leves ajustes que no alteran sus rasgos fundamentales. Así, el modelo central empleado en este documento es de equilibrio general estocástico dinámico microfundamentado, que tiene como indicador de inflación básica el IPC sin alimentos ni regulados. En este sentido, las proyecciones que se muestran a continuación son fácilmente comparables con las presentadas en marzo.

Dado lo anterior, la senda central de pronóstico para la inflación anual al consumidor prevé una tendencia similar a la presentada hace tres meses, aunque con un nivel algo superior hacia un horizonte de tres o más trimestres. La senda de pronóstico para la inflación sin alimentos ni regulados también se revisó al alza, pero en una magnitud mayor tanto hacia el segundo semestre de 2017 como para los siguientes seis trimestres.

En este Informe se sigue esperando que la inflación anual total se mantenga un poco por encima del 4,0% en la segunda mitad del año, sobre todo desde finales del tercer trimestre y durante el cuarto. Este comportamiento

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

Rango	2017	2018
<-1,0	0,00	0,02
-1,0 - 0,0	0,07	0,72
0,0 -1,0	15,15	8,74
1,0 - 2,0	80,48	38,10
2,0 - 3,0	4,30	50,35
3,0 - 4,0	0,00	2,07
> 4,0	0,00	0,00
Entre 3 y 5	0,00	2,07
Entre 2 y 4	4,30	52,42
Entre 1,5 y 3	43,45	74,20

Fuente: cálculos del Banco de la República.

to no excluye la posibilidad de que dicho indicador alcance, de manera transitoria, un mínimo hacia el mes de julio muy por debajo de ese nivel, debido a la alta base de comparación que supuso el paro camionero ese mismo mes del año pasado. No obstante, al igual que en el informe de marzo, para 2018 se espera que la inflación anual retome una senda decreciente que la lleve a converger a la meta de la JDDBR del 3,0% a finales del segundo semestre de ese año y en los siguientes trimestres.

Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados debe mantener un nivel similar al observado en el segundo trimestre a lo largo de la segunda mitad del año en curso, cerrando en diciembre en un nivel claramente superior al 4,0%. Sin embargo, desde comienzos del año entrante este indicador debe retomar una tendencia decreciente marcada, que le permitirá acercarse al 3,0% hacia finales de ese año y a comienzos de 2019. En particular, hacia comienzos del próximo año debe presentarse un descenso significativo en esta inflación anual por cuanto desaparecería el efecto del aumento de los impuestos indirectos (IVA, principalmente) ocasionado por la reforma tributaria y por la Ley de Licores que entró en vigencia a comienzos de 2017.

En términos generales, los factores determinantes de la inflación que permiten prever su convergencia hacia el 3,0% en el mediano plazo se mantuvieron en este informe con respecto a los identificados en el Informe sobre Inflación de marzo.

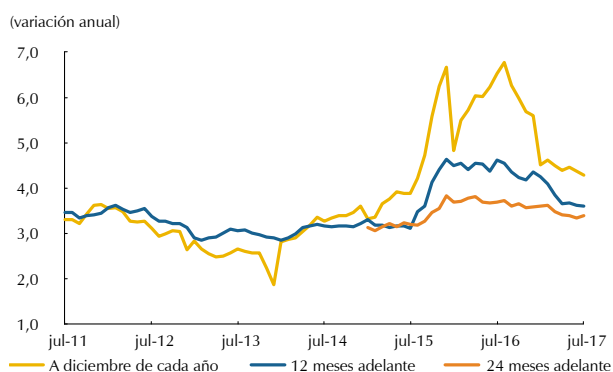
En primer lugar, se destaca el papel de la política monetaria, con el aumento efectuado de las tasas de interés de intervención del Banco de la República entre septiembre de 2015 y julio de 2016 por 295 pb. Esta decisión ha permitido, con algún rezago, mantener la credibilidad de los agentes económicos en la política de estabilización de precios de la autoridad monetaria, reduciendo así las expectativas de inflación.

En efecto, durante el segundo trimestre dichas expectativas, que no alcanzaron a situarse por encima del 4,9% a diversos horizontes, continuaron disminuyendo lentamente, acercándose al 3,0%. Tal es el caso de las mediciones obtenidas a partir de la encuesta mensual realizada por el Banco de la República a operadores del mercado

financiero, las cuales muestran que, a comienzos de julio, la inflación esperada a uno y dos años es de 3,60% y 3,38%. Estos valores son inferiores a los recogidos un trimestre atrás (3,65% y 3,40%, respectivamente) y a los obtenidos a comienzos de año (Gráfico 32). Esta misma encuesta muestra una inflación esperada para diciembre de 2017 de 4,28% valor menor que el reportado en el anterior informe.

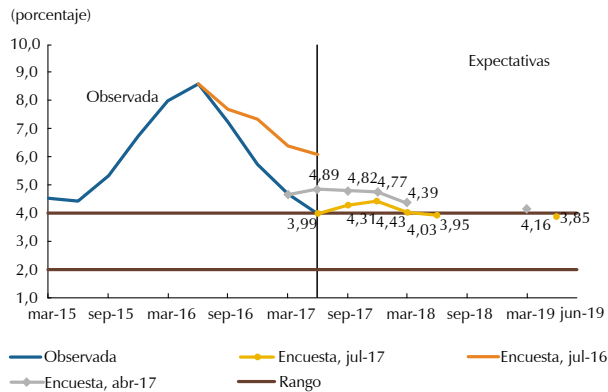
La encuesta trimestral aplicada por el Banco de la República a empresarios y académicos, entre otros, también muestra una disminución de las expectativas, aunque en este caso los resultados exhiben niveles superiores. En particular, la encuesta aplicada a comienzos de julio muestra una inflación esperada a doce y veinticuatro

Gráfico 32
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



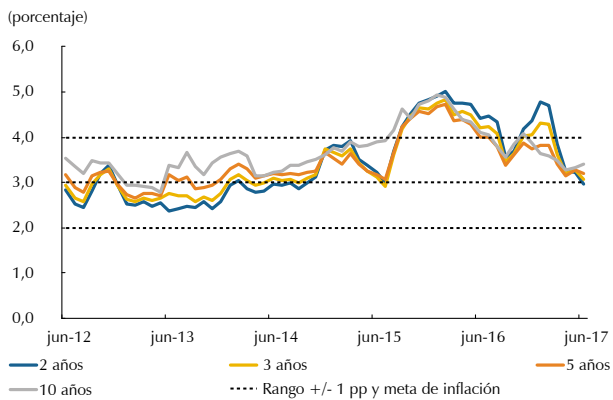
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 33
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 34
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).

meses de 3,95% y 3,85%, respectivamente, frente a unas cifras de 4,39% y 4,16% obtenidas a comienzos de abril (Gráfico 33).

Con respecto a las expectativas obtenidas a partir de los TES (*break even inflation: BEI*), estas se mantuvieron en el rango de 2% a 4% y muy cerca del 3,0% a varios horizontes, como ya venía sucediendo desde hace tres meses. Así, por ejemplo, la inflación esperada a dos años, de acuerdo con esta metodología, es de 2,93% según la información brindada por los TES en las primeras semanas de julio (Gráfico 34).

El ajuste de la política monetaria en el pasado igualmente ha permitido una moderación del crecimiento del gasto en un entorno de menores términos de intercambio frente a lo observado a comienzos de la década, pese a las mejorías que se reportan para 2017. Esta circunstancia, que probablemente implica un crecimiento del PIB para 2017 y para 2018 por debajo de su potencial, atenúa los ajustes de precios, al neutralizar algunas presiones alcistas. Como se mencionó en el informe de marzo, las estimaciones efectuadas por el Banco de la República sugieren que en la actualidad el crecimiento potencial de la economía se sitúa en un rango entre 3% y 4%, con una probabilidad mayor de que se encuentre en la parte inferior de este intervalo.

Tanto unas expectativas que gradualmente se acercan al 3% como el crecimiento bajo de la demanda son circunstancias que facilitan la convergencia de la inflación a su meta en los próximos trimestres. Estos factores, por ejemplo, disminuyen la magnitud de transmisión de la

depreciación del peso observada en meses recientes a los precios al consumidor. De igual manera, contribuyen a desactivar los mecanismos de indexación o a disminuir el impacto que en precios pueden tener ajustes a los salarios por encima de la meta de inflación.

No obstante, durante lo que resta de 2017 la estabilidad que se prevé para la inflación, a pesar de la presencia de los dos factores anotados, indica, que además del IVA, la indexación, al igual que los aumentos de los costos salariales (los cuales superan el 6%), están ejerciendo presiones alcistas de importancia. Estas solo empezarán a ceder claramente a comienzos de 2018, permitiendo el descenso de la inflación, sobre todo de la básica (o sin alimentos ni regulados), pero también del IPC de regulados.

De igual manera, a comienzos del próximo año se deberá revertir el choque alcista que a comienzos de 2017 afectó a la inflación anual al consumidor, y en especial

a los precios de transables, por cuenta del aumento del IVA y otros impuestos indirectos. En informes anteriores se estimó que este impacto fue cercano a 50 pb sobre la inflación anual total. Por tanto, un descenso de similar magnitud se contempla en la senda central de pronóstico durante los primeros tres meses de 2018.

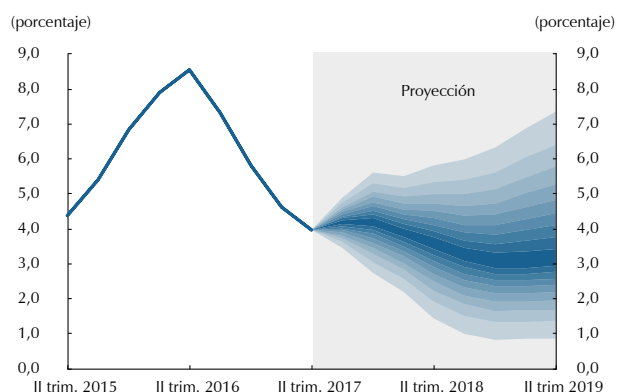
La senda central de pronóstico supone una tasa de interés externa que se ajusta muy lentamente. En este entorno, se prevé una relativa estabilidad en los mercados financieros internacionales y unos flujos de capital que siguen llegando a las economías emergentes de la región, incluyendo Colombia. Esto garantizaría estabilidad en la tasa de cambio y, por ende, escasas presiones inflacionarias originadas en este frente, tanto para lo que resta del presente año como para 2018.

Finalmente, cabe señalar que, de acuerdo con el pronóstico central, el choque de alimentos por cuenta del fenómeno de El Niño se revirtió completamente en la primera mitad del año. Por tanto, durante el segundo semestre, y en particular a partir de agosto (cuando se haya superado plenamente el impacto del paro de transporte ya señalado), los precios de los alimentos tenderán a normalizarse. Esto, en presencia de unos precios relativamente bajos, implicará algún repunte transitorio pero moderado de la variación anual del IPC de alimentos, lo cual no impedirá que la inflación al consumidor converja al 3% en 2018.

2. Balance de riesgos

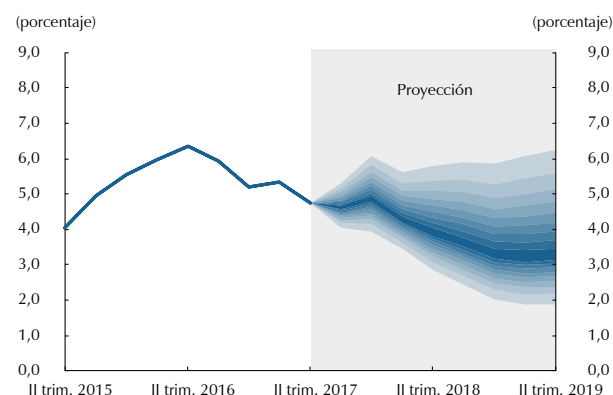
El balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos ni regulados se presenta en los *fan chart* de los gráficos 35 y 36. Para este *Informe* ambos *fan chart* presentan un sesgo leve a la baja para el segundo semestre de 2017 y un sesgo al alza a partir del segundo 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, al que se le efectuaron algunos ajustes con respecto al utilizado

Gráfico 35
Fan chart de la inflación total



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 36
Fan chart de la inflación sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Un riesgo a la baja sobre el pronóstico de inflación corresponde a un crecimiento de la demanda menor que el esperado.

en el informe trimestral anterior. Los riesgos considerados en la construcción del *fan chart* se presentan a continuación.

Los principales riesgos a la baja son:

Variaciones de los precios de los alimentos por debajo de lo esperado en el segundo semestre de 2017, ante perspectivas favorables en la oferta: la senda central de pronóstico contempla un aumento de la variación anual del IPC de alimentos a partir de mediados del tercer trimestre hacia niveles más cercanos a la meta de inflación y desde los muy bajos a los que se prevé que llegará en julio. No obstante, no se descarta que circunstancias como el gran aumento del área cultivada que se ha observado en meses anteriores, así como las buenas condiciones climáticas en lo corrido del año, permitan seguir expandiendo la oferta agropecuaria a un ritmo alto, como el del primer semestre, lo que generaría presiones a la baja adicionales sobre los precios de los alimentos, no consideradas en este *Informe*. Variaciones anuales por debajo de lo esperado para la segunda mitad del año, además de tener efectos en la inflación observada, podrían impactar favorablemente las expectativas de inflación de los agentes y, por esta vía, la inflación básica. Este análisis, sin embargo, no tiene en cuenta posibles riesgos al alza en el precio de la carne de res y sus sustitutos debido a los recientes brotes de fiebre aftosa en diferentes regiones del país.

Una demanda interna que crece por debajo de lo esperado, sobre todo por inversión: la senda central de pronóstico tiene implícita alguna expansión de la inversión en 2017, en buena parte debido a que se espera un notable dinamismo para las obras civiles, y un desempeño aún mejor en 2018, gracias a los potenciales efectos de la reforma tributaria. No obstante, no se pueden descartar retrasos y problemas de ejecución en las obras, incluidas las de 4G, como se ha visto en el pasado con diversos proyectos. También, existen riesgos de que se sobreestime el efecto de la reforma tributaria sobre el monto de las decisiones de inversión y la velocidad con que estas se tomen. Un riesgo a la baja sobre el rubro de inversión, y sobre la demanda interna en general, se traduce en un riesgo a la baja sobre la inflación total, que ayudaría a que esta converja más rápido a la meta.

Los riesgos al alza considerados son:

Mayor indexación de precios y salarios, que se traduzca en un aumento de la inercia inflacionaria: la senda central de pronóstico puede estar subestimando el papel de la indexación de precios y salarios y, con ello, la inercia inflacionaria. Hoy en día los salarios para un subconjunto importante de trabajadores (entre los que se encuentran aquellos que devengan el mínimo) se ajustan a tasas muy por encima de la inflación observada y del rango de +/- 1 pp alrededor de la meta. Algo similar puede suceder en 2018 si la inflación, como se espera, termina por encima del rango de +/- 1 pp alrededor de la meta. Adicionalmente, existe una gran cantidad de mecanismos de indexación activos que tienden a generar mayor inercia inflacionaria, los cuales continuarían estándolo el próximo año. Esto provocaría ajustes de precios por encima de la meta y, con ello, imprimiría presiones importantes sobre

La indexación y la inercia inflacionaria constituyen riesgos al alza que pesan sobre el pronóstico central de inflación.

El entorno externo enfrenta riesgos que pueden derivar en una mayor depreciación que la contemplada en el escenario central, y por ende en mayores presiones sobre la inflación.

la inflación anual durante el segundo semestre de 2017, pero sobre todo en 2018; lo cual puede retrasar la convergencia de la inflación a la meta.

Presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio: varios factores pueden ejercer presiones al alza sobre la tasa de cambio nominal, adicionales a las ya contempladas en la senda central de inflación. Dentro de ellos se destaca la situación de alta vulnerabilidad del sistema financiero en China. Una mayor inestabilidad financiera en esta economía puede repercutir adversamente en su desempeño económico y en la estabilidad financiera mundial, afectando la percepción de riesgo de economías emergentes como la colombiana, lo cual puede llevar a una mayor depreciación del peso que la prevista. Tampoco se puede descartar una caída del precio del petróleo con respecto a lo proyectado en la senda central de pronóstico. Esta caída estaría asociada con unos niveles de inventarios que se mantienen elevados, un posible incremento de la oferta de países no adscritos a la OPEP y la posibilidad de que algunos de sus miembros no respeten el acuerdo de recorte de oferta que han suscrito. Por otro lado, aunque se espera una normalización gradual de la política monetaria en los Estados Unidos, no se descarta que el aumento de la tasa de interés por parte de la Fed se dé a un ritmo mayor que el que se anticipa o que, incluso si esto no sucede, las tasas de mercado aumenten por cuenta del recorte anunciado en los niveles de liquidez relacionado con la disminución de la hoja de balance de la Fed (capítulo 1). Esto afectaría los flujos de capital hacia las economías emergentes y ejercería presiones a la depreciación del tipo de cambio.

Una mayor depreciación generaría riesgos al alza sobre la inflación, en especial mediante el IPC de transables.

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 42,1%, y se incrementa a 62,2% en 2018 (cuadros 8 y 9). El Gráfico 37 muestra que el valor más probable del pronóstico de inflación para marzo de 2017 se mantuvo prácticamente inalterado frente al informe de diciembre de 2016. Vale la pena resaltar que la amplitud de la función de densidad de los pronósticos que se muestra en los gráficos 35 y 36, 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 2017 esté entre 2,0% y 4,0% (porcentaje)

<i>Informe de diciembre de 2016</i>	40,2
<i>Informe de marzo de 2017</i>	41,1
<i>Informe de junio de 2017</i>	41,45

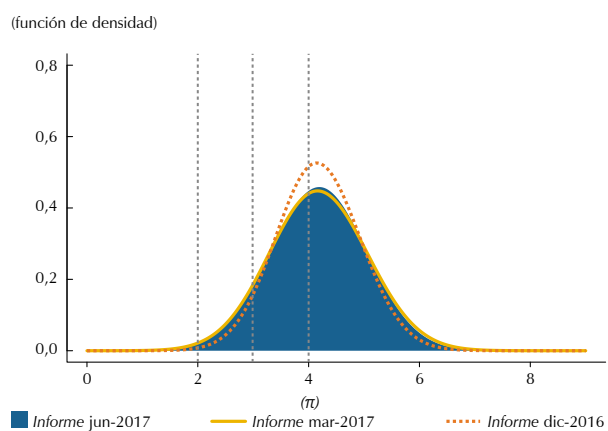
Fuente: cálculos del Banco de la República.

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

Rango	2017	2018
<2,0	0,68	17,54
2,0-2,5	2,18	9,96
2,5-3,0	6,22	11,59
3,0-3,5	13,03	11,87
3,5-4,0	20,03	11,23
>4,0	57,85	37,81
Entre 2 y 4	41,46	44,65

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 37
Corte transversal del *fan chart* de inflación total para
diciembre de 2017



Fuente: Banco de la República.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

La economía colombiana se encuentra en la etapa final del proceso de ajuste macroeconómico frente a los múltiples choques, tanto externos como internos, recibidos en los últimos años.

El escenario central planteado en este Informe proyecta un ajuste ordenado de la economía, tanto en el ámbito externo como en el interno.

No se descarta que el proceso de recuperación proyectado de la economía colombiana enfrente algunos riesgos.

Como se mencionó en el informe anterior, la economía colombiana se encuentra en la etapa final del proceso de ajuste macroeconómico frente a los múltiples choques, tanto externos como internos recibidos en los últimos años. Dentro de los primeros se cuentan la reducción abrupta y no esperada en los precios del petróleo que se tradujo en un choque negativo a los términos de intercambio; también, la desaceleración económica de los socios comerciales, y los mayores costos de financiamiento externo asociados con el incremento en las primas de riesgo y la depreciación de la moneda. En el ámbito interno, el fenómeno de El Niño y el paro camionero aumentaron los costos de producción y afectaron la inflación.

Como se espera en un período de corrección como el que atraviesa la economía del país, la demanda agregada requiere moderaciones que la hagan más coherente con la menor dinámica del ingreso nacional. Pese a esto, el escenario central planteado en este *Informe* proyecta un ajuste ordenado de la economía, tanto en el ámbito externo como en el interno.

En este ajuste se destacan la relativa estabilidad de la tasa de cambio luego de la depreciación observada, el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo, el retorno de las primas de riesgo a menores niveles, el acceso al financiamiento externo y la reducción del déficit en la cuenta corriente, junto con una recuperación proyectada de la demanda interna. Este 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 FMI.

En adelante, no se descarta que el proceso de recuperación proyectado de la economía colombiana enfrente algunos riesgos. En el sector externo, está la necesidad de mantener una dinámica de los ingresos corrientes, suficiente como para compensar una posición de inversión internacional que se ha hecho más negativa y un posible incremento en el costo del financiamiento externo debido al aumento proyectado de las tasas de interés internacionales.

Si bien la generación de nuevas fuentes de ingresos corrientes es un proceso paulatino, el buen comportamiento de las exportaciones de servicios y de las remesas de trabajadores son señales de que este proceso está andando y que podría seguir contribuyendo al ajuste ordenado del déficit corriente. En contraste, los despachos al exterior de productos industriales siguen estancados y, por tanto, las ventas externas de bienes básicos siguen desempeñando un papel importante en los ingresos externos del país. En este contexto, reducciones adicionales en los precios de las materias primas que se exportan incidirían de forma negativa sobre el ajuste externo. Los riesgos también 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.

En cuanto al sector financiero, se mantiene la solidez de los establecimientos de crédito que cuentan con provisiones adecuadas.

Por otra parte, la economía no está exenta de una desaceleración que podría ser más acentuada que la coherente con el deterioro observado en la dinámica del ingreso nacional. Este escenario de riesgo a la baja podría ser plausible en el caso de una profundización en la caída de la confianza de las firmas y los hogares, por un crecimiento económico de los socios comerciales mucho más débil que el proyectado y por incrementos elevados y no anticipados en el costo del financiamiento externo.

En cuanto al sector financiero, se mantiene la solidez de los establecimientos de crédito que cuentan con provisiones adecuadas. Sin embargo, una desaceleración económica más allá de la esperada podría venir acompañada de un deterioro del empleo y afectar de forma negativa la situación financiera de los hogares y las firmas. Al respecto, hay que tener en cuenta que el nivel de endeudamiento de la economía se mantiene cerca de su máximo histórico y que los datos más recientes de cartera muestran reducciones en su calidad. De esta forma, deterioros adicionales podrían llevar a una ampliación del ciclo económico a la baja por parte del sector financiero.

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 identificar posibles desbalances macroeconómicos y entender su proceso de ajuste. También, se incluye el índice de desbalance macro-

económico (IDM)⁶, el cual combina los desbalances estimados para cada una de dichas variables.

A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

En el primer trimestre de 2017 el saldo negativo en la cuenta corriente mantuvo una tendencia decreciente y se ubicó en 4,4% del PIB, cifra inferior a lo registrado en el mismo período del año anterior (5,9% del PIB) (Gráfico 38). Para todo 2017 se espera que este comportamiento continúe, con lo cual el déficit anual llegaría a 3,7% del PIB. La recuperación lenta pero continua de los socios comerciales,

las tasas de interés externas que se mantienen bajas, la liquidez en los mercados financieros internacionales y, la depreciación acumulada y la estabilidad de la tasa de cambio estarían contribuyendo y podrían seguir favoreciendo el ajuste del desbalance externo.

El proceso de reducción del déficit corriente esperado para todo 2017 supone un incremento generalizado de los ingresos, hecho que, de materializarse, reduciría las vulnerabilidades externas del país. Este aumento de los ingresos se explicaría por: 1) las mayores exportaciones de bienes de origen minero, como resultado de la recuperación de los términos de intercambio (Gráfico 39); 2) el incremento de las ventas externas de servicios que se han visto favorecidas por la depreciación real del peso; 3) la mejor rentabilidad de las inversiones colombianas en el exterior, y 4) el aumento de las remesas de trabajadores que pueden estar siendo estimuladas, entre otros factores, por las mejores condiciones económicas de los países en los que residen los migrantes colombianos.

Por su parte, en 2017 los egresos externos también crecerían, aunque a un ritmo menor que los ingresos, y estarían jalonados por las mayores utilidades causadas por las empresas mineras y petroleras con capital extranjero, como resultado de la mejoría en los precios internacionales de este tipo de materias primas. A su vez, se espera una recuperación de las importaciones, especialmente, de bienes intermedios y de capital, hecho consistente con un mejor comportamiento de la demanda interna.

Gráfico 38
Déficit en la cuenta corriente

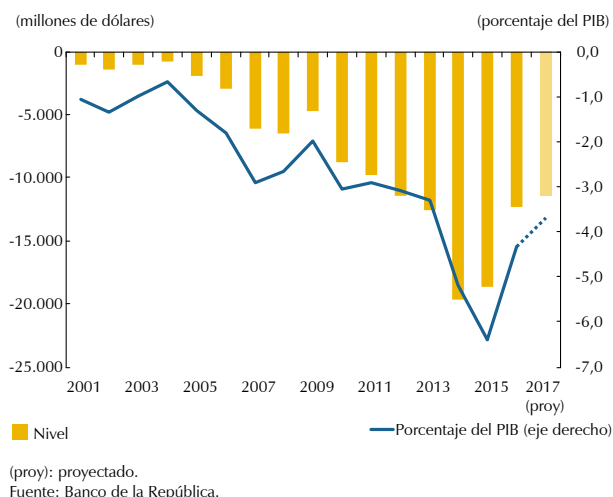
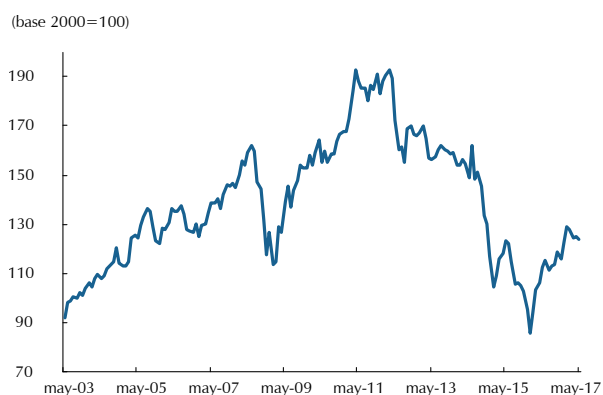


Gráfico 39
Índice de términos de intercambio^{a/}



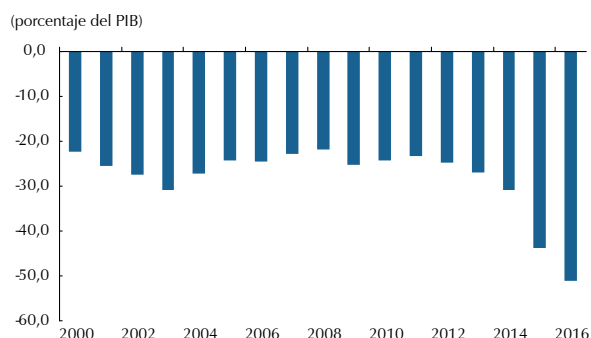
6 Véase, Arteaga, Huertas y Olarte (2012). “Índice de desbalance macroeconómico”, Borradores de Economía, núm. 744, Banco de la República.

La anterior dinámica contrasta con lo observado en 2016, año en el que la disminución del déficit corriente fue el resultado de una mayor reducción de los egresos frente a los ingresos externos. Estos últimos se contrajeron en un contexto de bajos niveles de los términos de intercambio y lento crecimiento económico de los socios comerciales. Por su parte, la reducción de los egresos externos fue el resultado de la respuesta de los agentes, en especial del sector privado, a la depreciación acumulada del peso, la desaceleración del ingreso nacional y la reducción en las expectativas de crecimiento económico en el país, factores que afectaron la demanda por importaciones de bienes y servicios. Aunque este ajuste favoreció la sostenibilidad del sector externo, tuvo un impacto negativo sobre la dinámica de la economía colombiana y en especial sobre la formación bruta de capital.

El proceso proyectado de ajuste en la cuenta corriente, el cual es necesario para disminuir el desbalance externo del país, podría enfrentar algunos riesgos. En particular, el repunte de las ventas externas de bienes aún está altamente relacionado con el comportamiento de los precios de exportación del petróleo y los bienes mineros. De esta forma, disminuciones no esperadas en

la cotización internacional de estas materias primas generarían presiones adicionales sobre el saldo de la cuenta corriente del país. A su vez, los despachos al exterior de bienes industriales que se han mantenido estancados pese a la depreciación real del peso, podrían verse afectados por el lento crecimiento económico de los socios comerciales de la región, por una recuperación por debajo de la esperada en las economías industrializadas, y por la implementación de medidas proteccionistas que afecten el comercio mundial de bienes. La dinámica futura de estos ingresos corrientes toma especial relevancia debido al incremento del saldo negativo de los activos externos netos (Gráfico 40).

Gráfico 40
Activos externos netos

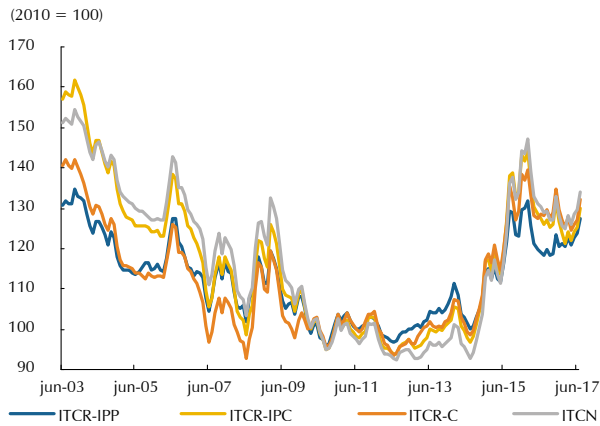


Fuente: Banco de la República.

En la corrección ordenada del déficit corriente ha sido fundamental el acceso al financiamiento externo. Este se ha caracterizado por una IED destinada a sectores diferentes al minero y petrolero, y las entradas de capitales dirigidas al sector público. Los riesgos en este frente están relacionados con la incertidumbre sobre la velocidad y efectos de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos. Adicionalmente, si bien los desbalances macroeconómicos acumulados en el país se están corrigiendo, sus efectos negativos sobre el costo del financiamiento externo todavía podrían sentirse.

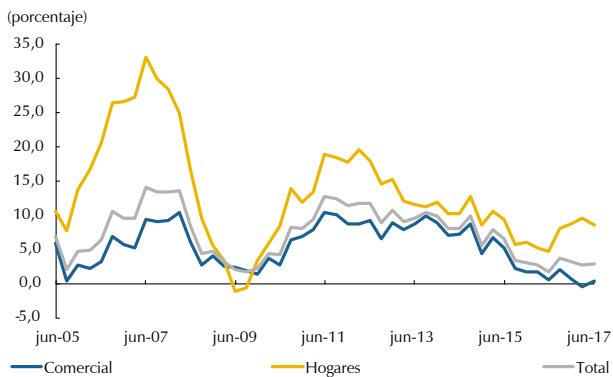
Por su parte, la tasa de cambio real (TCR) ha mostrado una relativa estabilidad en los últimos meses (Gráfico 41). En adelante, si la recuperación esperada de los términos de intercambio se materializa, ello contribuiría a una apreciación real. No obstante, esto podría ser contrarrestado por una mayor velocidad en la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, lo cual incrementaría las tasas de interés internacionales y podría afectar la liquidez en los

Gráfico 41
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 42
Variación anual real del endeudamiento^{a/}



a/ Incluye crédito bancario en moneda nacional y extranjera, 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 variación de la cartera comercial. Se usa el deflactor de la demanda agregada.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Bolsa de Valores de Colombia.

mercados internacionales. Los cambios en la percepción del riesgo de los mercados emergentes también podrían afectar el comportamiento de la TCR.

B. ENDEUDAMIENTO

La desaceleración en la actividad económica y el deterioro en la calidad de la cartera se han reflejado en el comportamiento del crédito. A junio de 2017, y en términos reales, la deuda total creció a una tasa baja (2,9%), similar a la registrada un año atrás. La de los hogares ha registrado un mayor ritmo de aumento (8,6%), mientras que la deuda comercial estuvo relativamente estancada (Gráfico 42). A pesar del bajo dinamismo de la cartera, el endeudamiento relativo al PIB se mantuvo en niveles históricamente altos, similares a los observados dos años atrás (Gráfico 43).

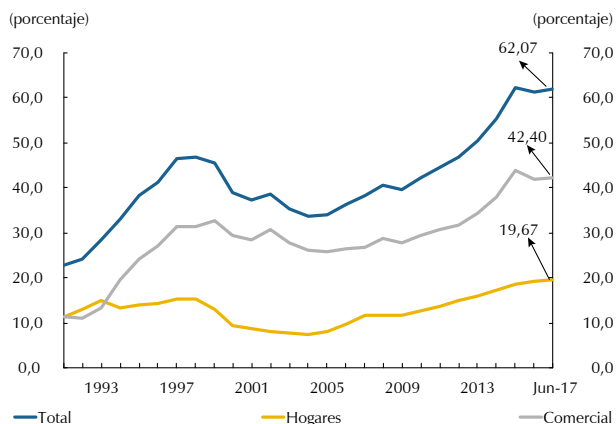
En lo corrido del presente año la calidad de la cartera se ha seguido deteriorando. A mayo aumentaron anualmente la cartera vencida 39%, y la riesgosa⁷ 40%, crecimientos mayores que los registrados a finales de 2016. En la comercial, los préstamos a empresas del sector transportador y de servicios públicos serían los que más contribuyeron al crecimiento de la cartera vencida. En la de los hogares, la cartera de vivienda es la que ha presentado mayores deterioros en su calidad por mora, aunque no muy distantes a los registrados por la de consumo. Pese al aumento de la cartera vencida y la riesgosa, sus niveles relativos al total distan bastante de los máximos observados en 1999 (Gráfico 44). Adicionalmente, las provisiones cubren más del 100% de la cartera vencida y los indicadores de solvencia y liquidez del sistema se mantienen en niveles

holgados respecto a los límites regulatorios.

En lo que resta del año no se pueden descartar desaceleraciones adicionales del crédito o mayores deterioros en los indicadores de calidad de la cartera. En primer lugar, si bien las reducciones en las tasas de interés de política se han transmitido a las tasas de crédito comercial, la desaceleración en esta modalidad sugiere una demanda débil de crédito por parte de las empresas. En este contexto, si los niveles de confianza de la industria y del comercio no se recuperan, o los planes de inversión no mejoran su dinámica, la demanda por préstamos podría seguir baja.

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

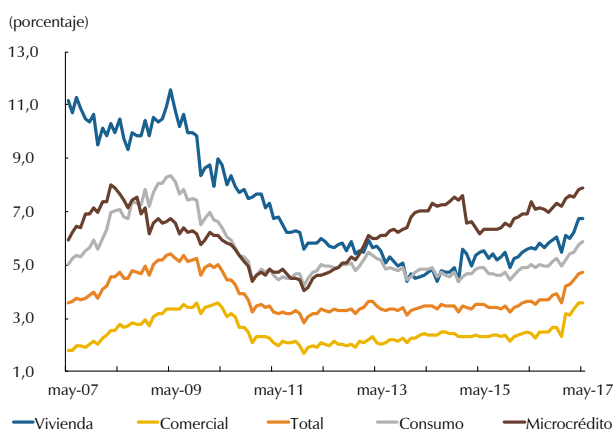
Gráfico 43
Endeudamiento como proporción del PIB^{a/}



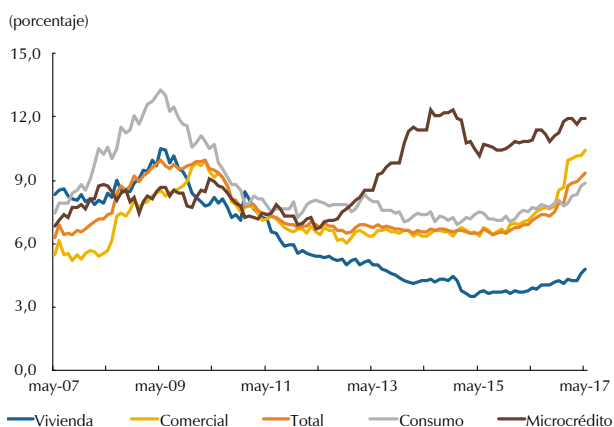
a/ Incluye crédito bancario en moneda legal y extranjera, titularizaciones de cartera hipotecaria, colocaciones de bonos y financiamiento externo directo.
Fuentes: DANE, DNP, Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 44
Calidad de la cartera

A. Indicador de mora
(cartera vencida/cartera total)



B. Riesgo de cartera
(cartera con calificación de B a E/cartera total)

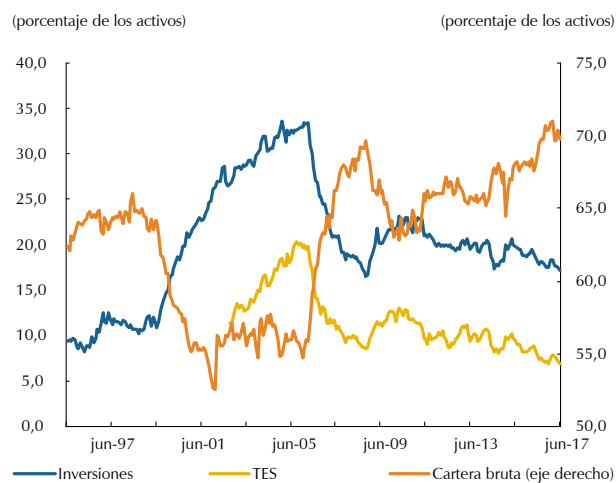


Fuentes: Superintendencia Bancaria; cálculos del Departamento de Estabilidad Financiera.

Adicionalmente, aunque el mercado laboral ha mostrado resiliencia al menor dinamismo de la economía y los salarios continúan creciendo a tasas altas, en los próximos meses podría presentarse algún incremento en el desempleo y, con ello, aumentos en los indicadores de mora de la cartera. Todo esto en momentos en los cuales la deuda de los hogares relativa al PIB se encuentra en niveles históricamente altos.

Deterioros adicionales en la calidad de la cartera podrían incentivar una recomposición de los activos de las entidades de crédito. En un escenario como este, es probable que se incrementen las exigencias para otorgar crédito⁸, y con ello se dé una menor dinámica de la cartera. Como resultado de esto, el sistema financiero también podría aumentar sus inversiones en títulos de deuda pública (Gráfico 45) o acentuar la desaceleración en la expansión de sus activos y pasivos, hechos que podrían tener efectos adversos sobre la oferta 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.

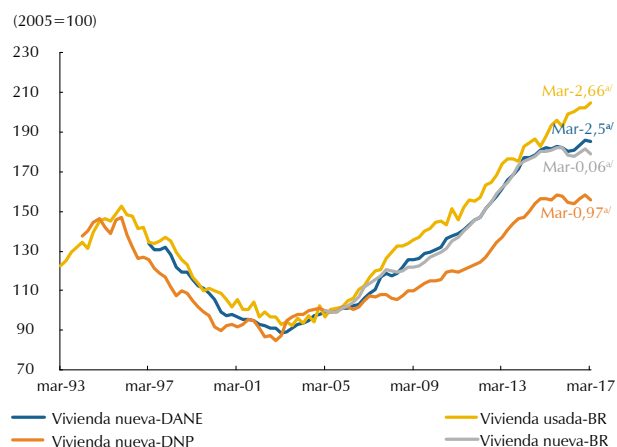
Gráfico 45
Cartera, inversiones y TES en poder del sistema financiero



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

8 Como se ha observado en el Reporte sobre la situación del crédito en Colombia que realiza el Banco de la República de manera trimestral. Para mayor información véase <http://www.banrep.gov.co/es/encuesta-credito-jun-2017>

Gráfico 46
Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)



a/ Variaciones anuales del índice trimestral.
Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

Como lo sugieren los datos más recientes, el mercado de la vivienda continúa registrando un ajuste a la baja tanto en los precios como en las cantidades, hecho asociado principalmente con el comportamiento del ciclo económico. En efecto, durante el primer trimestre de 2017 el promedio de los índices de precios de la vivienda nueva relativos al IPC registró un incremento anual del 1,18%. Esta cifra está compuesta por las variaciones anuales de los índices calculados por el DANE (2,5%), el DNP (0,97%) y el Banco de la República (0,06%). De igual forma, el índice real de precios de la vivienda usada moderó su ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2017, al alcanzar el 2,66% (Gráfico 46). 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.

Por su parte, las cifras de cantidades de la Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol)⁹ muestran que para el acumulado de doce meses hasta mayo de 2017, continúa la desaceleración de la oferta¹⁰ de vivienda, particularmente en el segmento diferente al de interés social (no VIS). Este comportamiento podría estar reflejando un ajuste del mercado a la menor demanda por vivienda (medida como unidades vendidas). De hecho, en el acumulado de doce meses con corte a mayo de 2017, las unidades no VIS vendidas tuvieron una caída anual del 7,0%, mientras que en el mismo período las unidades en etapa de lanzamiento e iniciación se redujeron 15,1% y 4,4% respectivamente. En cuanto al segmento que incluye el subsidio a la tasa de interés en el marco del PIPE 2.0¹¹, se observa una reducción de los lanzamientos en un contexto de estancamiento de las ventas (Gráfico 47). En contraste, la vivienda de interés social (VIS), diferente a la de interés prioritario, mostró resultados positivos en todos sus indicadores.

Dada la alta importancia de este sector para el empleo y el crecimiento del PIB, el ajuste observado en el mercado de vivienda hace parte de los factores que han aportado a una ralentización de la dinámica de la actividad económica. En adelante, las perspectivas del sector podrían verse favorecidas por la reducción de las tasas de interés como resultado de las recientes medidas de política monetaria, por la caída de la inflación que mejora la capacidad adquisitiva de los

9 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.

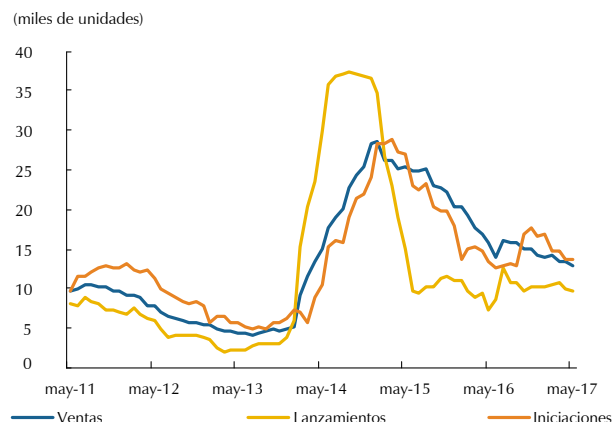
10 La oferta corresponde a las unidades disponibles para la venta en poder del constructor. Dichas unidades pueden estar en preventa, en construcción o terminadas.

11 Corresponde a 2,5 pp sobre la tasa de interés, aplicable a viviendas nuevas cuyo precio se encuentre entre los 135 y 335 SMMLV.

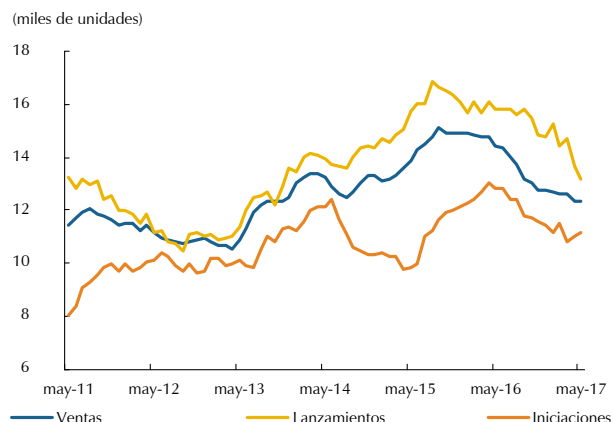
Gráfico 47

Vivienda nueva: ventas, lanzamientos e iniciaciones (acumulado 12 meses) ^{a/}

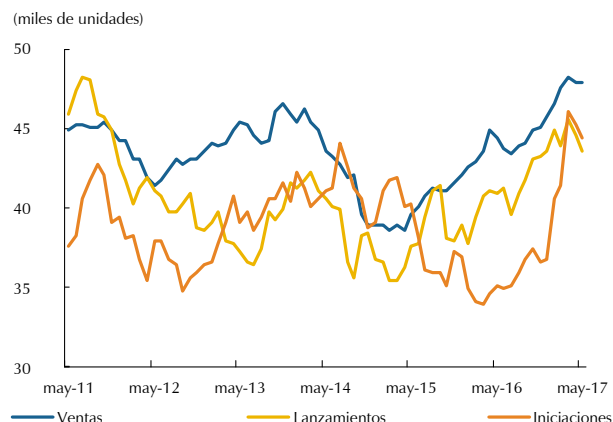
A. Precio menor o igual a 70 SMMLV



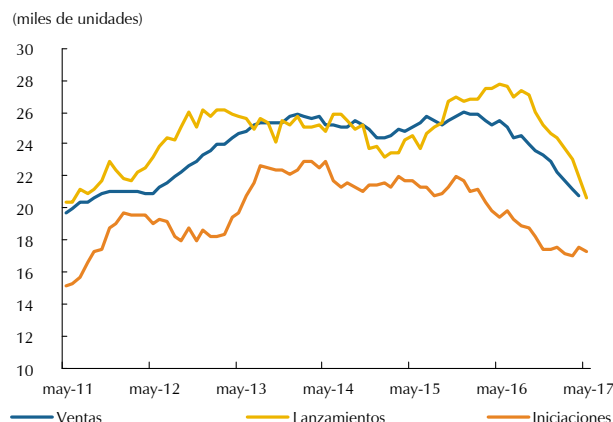
D. Precio mayor a 335 y menor o igual a 435 SMMLV



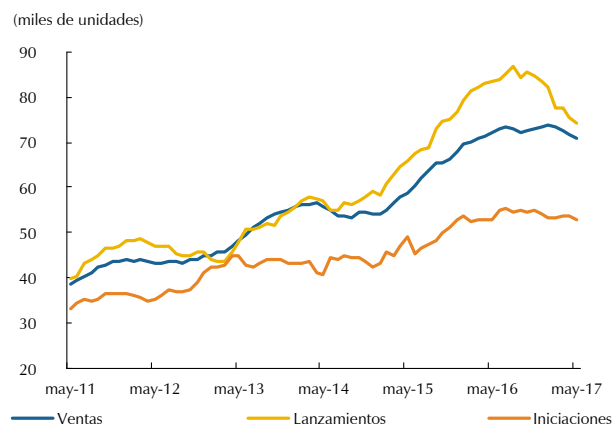
B. Precio mayor a 70 SMMLV y menor o igual a 135 SMMLV



E. Precio mayor a 435 SMMLV



C. Precio mayor a 135 SMMLV y menor o igual a 335 SMMLV



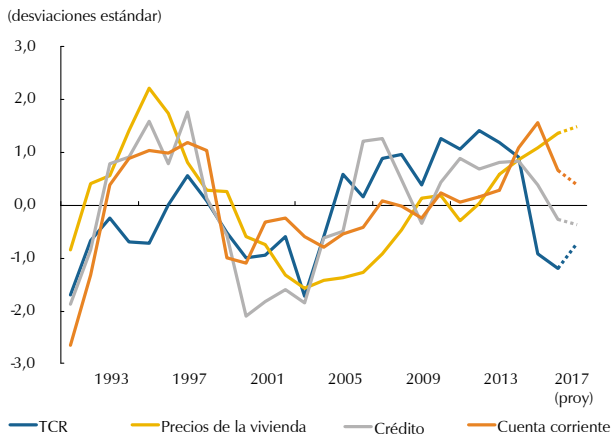
hogares colombianos y por los programas de subsidios propuestos por el Gobierno, que incluyen un rango más amplio de viviendas nuevas de acuerdo con su precio.

D. ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO

La información disponible más las proyecciones del equipo técnico para el año 2017 sugieren que el déficit en la cuenta corriente continuaría cerrándose, el endeudamiento se seguiría desacelerando y el mercado de vivienda, como se ha anticipado en el anterior informe, mantendría un ritmo más lento de crecimiento.

SMMLV: salario mínimo mensual legal vigente.
 a/ Incluye información de 13 regionales.
 Fuente: Camacol; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 48
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito^{a/}



(proy): proyectado.

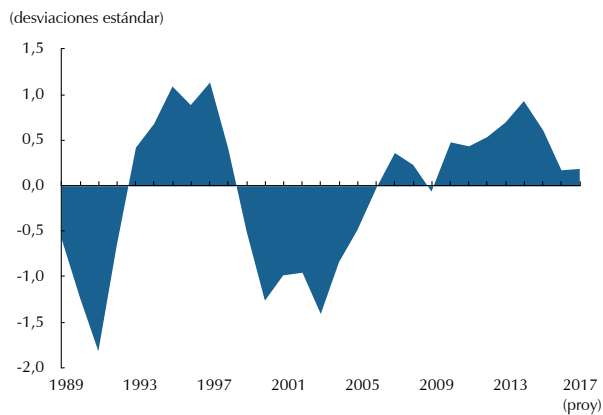
a/ Las brechas se calculan como la diferencia entre el valor observado y la estimación del valor de largo plazo.

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

Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con el IDM, para 2017 se revisó a la baja la suma de los desbalances (Gráfico 48), aunque siguen reflejando niveles similares a los registrados en 2016. La brecha de la cuenta corriente continuaría cerrándose, aunque, como se ha mencionado previamente, a un ritmo menor que el de un año atrás. La recuperación de los términos de intercambio en los primeros meses de 2017, luego de sus bajos niveles registrados en 2016, podría generar una apreciación de la tasa de cambio real. El crédito, por su parte, mantiene tasas de crecimiento positivas, aunque su dinámica sigue siendo lenta, por lo que se espera una brecha similar a la de 2016. Por último, para el mercado de vivienda, los precios continúan estables, por lo que la corrección sería menor (Gráfico 49).

Gráfico 49
Índice de desbalance macroeconómico



(proy) proyectado.

Fuente: Banco de la República.

Recuadro 3

UNA NUEVA ESTIMACIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE SOSTENIBLE EN COLOMBIA

Jhon Edward torres
Juan Pablo Cote*

En este recuadro se presentan los resultados del cálculo de un nivel sostenible de la cuenta corriente la cuenta corriente realizado por Cote y Torres (2017). Dicho nivel sostenible fue derivado por medio de la estimación de una relación de largo plazo entre la cuenta corriente y un grupo de determinantes comúnmente utilizados en la literatura relacionada (véase, por ejemplo, Gossé y Serranito, 2014). Los determinantes considerados son los activos externos netos como porcentaje del producto interno bruto (AEN/PIB), el balance petrolero¹ como porcentaje del PIB (BPET/PIB), la deuda pública como porcentaje del PIB (Deuda/PIB), el crédito al sector privado como porcentaje del PIB (Crédito/PIB), el diferencial de tasas de interés con respecto a los Estados Unidos (DIF)², la razón de dependencia poblacional (Reldep) y el PIB per cápita relativo al de los Estados Unidos (Lpibpcap).

Para el cálculo de la cuenta corriente sostenible se realiza la estimación de la siguiente relación de las variables en niveles:

$$cc_{it} = \alpha_i + x'_{it} \beta + u_{it} \quad \forall i=1, \dots, 21 \quad \forall t=1980, \dots, 2015$$

donde cc_{it} es la cuenta corriente del país i ³ en el momento t , y x'_{it} es el conjunto de fundamentales incluidos en la estimación. Antes de la estimación se realizaron pruebas de raíz unitaria y cointegración para las variables consideradas (no reportadas aquí). En general, las pruebas de raíz unitaria muestran evidencia de no estacionariedad de las variables en niveles y la prueba de cointegración de Kao rechaza la hipótesis nula de no cointegración. Dados estos resultados la estimación de la relación antes planteada se realizó por me-

dio de metodologías econométricas⁴ que permiten obtener la estimación del vector cointegrante.

Los resultados de las estimaciones se muestran en el Cuadro R3.1⁵. La estimación con la metodología DOLS no arroja relaciones significativas entre la mayoría de los fundamentales incluidos y la cuenta corriente. Las estimaciones con FMOLS y ARDL resultan, en general, en coeficientes con signos esperados y las magnitudes de los mismos entre estas estimaciones son bastante cercanas. Sin embargo, dado que el principal interés en la realización de esta estimación es obtener una norma de la cuenta corriente, optamos por tomar el vector cointegrante que resulta de la estimación con FMOLS, en la medida en que estos resultados parecen más plausibles. En particular, con la estimación FMOLS la cuenta corriente observada oscila alrededor del nivel sostenible estimado, mientras que ello no sucede en el caso de la estimación con ARDL.

La estimación seleccionada muestra una asociación positiva entre la cuenta corriente y el balance petrolero, indicando que los países exportadores netos deberían tener menores déficits en la cuenta corriente o superávits mayores en caso de que el balance de la cuenta corriente sea positivo. La relación con la deuda pública no resulta significativa, mientras que en el caso del crédito al sector privado el signo de la misma es negativo. Esto último se relaciona con el hecho de que una mayor proporción de crédito en relación con el PIB se asocia a un mayor grado de profundización financiera y, con ello, a una mayor entrada de capitales, lo que sería consistente con un mayor déficit en la cuenta corriente. El signo negativo de la variable de dependencia poblacional es el esperado, dado que una mayor proporción de población dependiente lleva a una menor capacidad de ahorro en la economía, con lo que se tendería a observar un desbalance en la cuenta corriente menos positivo o negativo. El signo negativo del producto per cápita relativo se relaciona con el hecho de que esta variable se incluye como *proxy* de productividad, y un aumento suyo se asocia con mayores retornos del capital, mayor inversión y un menor balance de la cuenta corriente. Por último, se encuentra que el signo de los activos externos netos (rezagados un período) es positivo,

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

1 Entendido como la diferencia entre la producción y el consumo de petróleo en cada país.

2 Definido como $i_j - i_{USA}$ para el país j .

3 Los países de América Latina y el Caribe incluidos en la estimación son: Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Granada, Guatemala, Guayana, Honduras, Jamaica, México, Panamá, Paraguay, Perú, Trinidad y Tobago y Uruguay.

4 Fully Modified Ordinary Least Squares (FMOLS), Dynamic Ordinary Least Squares (DOLS) y Autorregressive Distributed Lag (ARDL) en sus versiones panel.

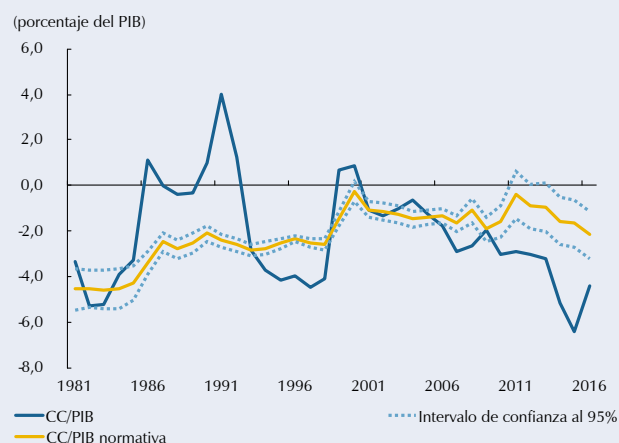
5 En el Cuadro R3.1 se presentan los resultados de las estimaciones de las versiones pooled de los estimadores. Las estimaciones con coeficientes heterogéneos no muestran resultados significativos o no resultaron en normas de la cuenta corriente acordes con el contexto económico histórico colombiano.

y estaría capturando el hecho de que economías que mantienen déficits de forma persistente se verán enfrentadas a mayores flujos de egresos externos netos, especialmente por pago de intereses sobre sus pasivos.

La cuenta corriente normativa o sostenible estimada con la metodología elegida se presenta en el Gráfico R3.1. Esta señala un nivel de la cuenta corriente sostenible de alrededor de -2% del PIB para 2016, año en el cual finaliza el ejercicio, y cuando el déficit observado fue de 4,4% del PIB. Cabe señalar que, considerando los intervalos de confianza para los niveles sostenibles estimados de la cuenta corriente, incluso un déficit de 3% del PIB era sostenible en dicho año. Además, el nivel normativo obtenido implica que los déficits observados durante la crisis de finales de los años noventa y entre 2010 y 2016 estuvieron significativamente alejados del nivel sostenible.

Estos resultados indican que, entre 2010 y 2016, una de las fuentes de desbalance macroeconómico fue el déficit de la cuenta corriente, como se ha señalado en los anteriores *Informes sobre Inflación*. La tendencia reciente de este déficit sugeriría la continuidad de su cierre durante 2017 y, en consecuencia, su acercamiento a los niveles sostenibles estimados bajo la metodología aquí presentada.

Gráfico R3.1
CC y CC normativa como porcentaje del PIB



Fuente: cálculos de los autores.

Referencias

Cote, J.; Torres, J. (2017). "Un nuevo cálculo de la tasa de cambio real de equilibrio para Colombia: enfoque de balance macroeconómico", *mimeo*, Banco de la República.

Gossé, J.; Serranito, F. (2014). "Long-Run Determinants of Current Account in OECD Countries: Lessons for Intra-European Imbalances", *Economic Modelling*, núm. 38, pp. 451-462.

Cuadro R3.1
Estimación de la relación de largo plazo (equilibrio externo)

Variable dependiente: CC/PIB			
	DOLS (p)	FMOLS (p)	ARDL(4,3)
BPET/PIB	0.826*** (0.151)	0.493*** (0.088)	0.611*** (0.058)
Deuda/PIB	-0.016 (0.010)	-0.007 (0.008)	-0.029*** (0.007)
Crédito/PIB	0.011 (0.024)	-0.054*** (0.015)	-0.005 (0.015)
DIF	-0.004 (0.004)	0.004 (0.002)	-0.054*** (0.020)
Reldep	0.027 (0.043)	-0.075** (0.031)	-0.085*** (0.027)
Lpibpcap	-0.201 (2.531)	-3.047* (1.835)	-1.614 (1.671)
AEN/PIB[-1]	0.026* (0.015)	0.019** (0.009)	-0.028*** (0.010)
Observaciones	672	735	714
Número de países	21	21	21

Nota: la variable dependiente en el caso del modelo ARDL(4,3) es $\Delta CC/PIB$. Significativo al * 90%, ** 95%, y ***99%. Errores estándar en paréntesis.
Fuente: cálculos de los autores.

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 28 de julio de 2017.

1. Proyecciones para 2017

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 1,8% frente al 2,2% estimado en el Informe sobre Inflación del trimestre anterior. Por su

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	4,3	3.050	4,8	4,0	10,5
ANIF	2,2	4,2	n. d.	5,4	3,0	10,1
Banco de Bogotá ^{a/}	1,8	4,4	3.000	5,3	3,6	9,8
Bancolombia ^{a/}	1,7	4,2	3.055	5,4	3,8	10,4
BBVA Colombia ^{a/}	1,5	4,3	3.047	5,4	3,6	10,6
BTG Pactual ^{a/}	1,8	4,1	3.060	n. d.	3,6	9,6
Corficolombiana	2,3	3,9	3.050	5,5	3,7	9,5
Corredores Davivienda ^{a, c/}	1,7	4,3	3.150	5,3	3,8	9,9
Credicorp Capital ^{d/}	1,9	4,3	2.800	5,1	3,0	10,4
Davivienda ^{a/}	1,7	4,3	3.150	5,3	3,8	9,9
Fedesarrollo ^{a/}	2,0	4,3	n.d.	n.d.	3,6	n.d.
Itaú ^{a, b/}	1,6	4,2	3.130	5,3	3,7	11,0
Ultraserfinco ^{a, e/}	1,8	4,5	2.900	5,6	3,6	10,5
Promedio	1,8	4,3	3.036	5,3	3,6	10,2
Analistas Externos						
Citibank-Colombia ^{a/}	1,8	4,0	3.057	5,3	3,3	10,7
Deutsche Bank	2,0	4,3	3.016	n. d.	3,9	9,7
Goldman Sachs	2,0	4,4	2.767	n. d.	3,6	n. d.
JP Morgan	1,8	4,0	3.100	n. d.	3,6	n. d.
Promedio	1,9	4,2	2.985	5,3	3,6	10,2

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antigua Corpbanca, hasta junio de 2017.

c/ Antigua Corredores Asociados

d/ Antigua Correval

e/ Antigua 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	2,5	3,5	3.100
ANIF	2,8	3,3	n. d.
Banco de Bogotá	2,8	3,4	3.050
Bancolombia	2,6	3,5	2.995
BBVA Colombia	2,0	3,2	2.950
BGT Pactual	3,0	3,3	3.150
Corficolombiana	3,1	3,5	2.900
Corredores Davivienda ^{b/}	2,5	n.d.	n. d.
Credicorp Capital ^{c/}	2,5	2,9	2.800
Davivienda	2,5	n.d.	n. d.
Fedesarrollo	2,8	3,5	n. d.
Itaú ^{a/}	2,5	3,8	3.200
Ultraserfinco ^{d/}	2,6	3,5	2.900
Promedio	2,6	3,4	3.005
Analistas Externos			
Citibank-Colombia	2,8	3,1	2.986
Deutsche Bank	3,0	3,7	3.052
Goldman Sachs	2,7	3,5	2.900
JP Morgan	3,0	3,9	n. d.
Promedio	2,9	3,6	2.979

a/ Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

b/ Antiguo Corredores Asociados

c/ Antiguo Correal

d/ Antiguo Ultrabursátiles

n.d.: no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

parte, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 1,9%.

En cuanto a los precios, los analistas locales estiman una inflación al finalizar el año del 4,3%, mientras que los extranjeros prevén una cifra de 4,2%; ambas proyecciones se encuentran por fuera del rango fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2017 (entre 2,0% y 4,0).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio COP3.036 frente a los COP2.999 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP2.985 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 5,3%; 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 2,6% y los extranjeros uno de 2,9%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,4% y 3,6%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP3.005 y las externas de COP2.979.