

INTRODUCCIÓN

Durante el primer semestre de 2017 la economía colombiana continuó avanzando en el proceso de ajuste macroeconómico que se describió ampliamente en el *Informe al Congreso* de marzo pasado. La información más reciente permite afirmar que este proceso comienza a entrar en su etapa final, a medida que los desequilibrios macroeconómicos resultantes de la combinación de choques recibidos a partir de mediados de 2014 han logrado corregirse en su mayor parte. Esto ha contribuido a reducir las primas de riesgo y ha creado las condiciones propicias para el relajamiento progresivo de la política monetaria.

La primera variable que cabe resaltar es la inflación de precios al consumidor, la cual ha mantenido una tendencia decreciente a partir de julio de 2016, cuando alcanzó un pico de 8,97% anual. Dicha tendencia continuó en junio pasado, al mostrar un registro de 3,99%. La progresiva disminución de la tasa de inflación ha obedecido, en parte, al desvanecimiento de los choques de oferta transitorios, como el fenómeno de El Niño, el paro camionero y la depreciación del peso, que en su momento crearon una fuerte presión al alza sobre el nivel de precios. Por otra parte, el debilitamiento de la demanda interna acentuó la tendencia decreciente de la inflación. Sin embargo, otros factores, como el aumento de los impuestos indirectos y la indexación de precios y salarios, generaron nuevas presiones alcistas a comienzos de 2017. Esto explica que el descenso de la inflación básica haya sido más lento que el de la inflación total, como se observa en la medida de inflación sin alimentos y en el promedio de los indicadores de inflación básica, que a fin de junio continuaban por encima del 5% (5,12% y 5,09% respectivamente).

El papel de la política monetaria ha sido fundamental para controlar las presiones inflacionarias. Entre agosto de 2015 y julio de 2016 la tasa de interés de referencia se incrementó de 4,50% a 7,75%. Estos aumentos se transmitieron a las demás tasas de interés, tanto de los depósitos como de los préstamos. En el caso de estas últimas, la transmisión ocurrió con mayor intensidad en las tasas de interés a los créditos comerciales. Este incremento oportuno contribuyó a reducir la demanda y moderar el aumento de las expectativas de inflación, lo cual complementó la influencia bajista de la disolución de los choques de oferta, para lograr el descenso de la tasa de inflación, ya reseñado.

Con respecto al desbalance externo, cabe recordar que la fuerte caída del precio del petróleo y de otros productos básicos de exportación se reflejó en una reducción cercana al 50% del valor de las exportaciones totales entre 2013 y 2016. Lo anterior fue acompañado de una significativa disminución del valor de las importaciones de bienes, debido al debilitamiento de la demanda interna y a la recomposición del gasto hacia bienes de origen nacional, inducida por la fuerte

depreciación de la tasa de cambio real. Por su parte, la renta neta de factores disminuyó debido a las menores utilidades generadas por las empresas mineras con capital extranjero que operan en el país. En este contexto, entre 2014 y 2015 el déficit de la cuenta corriente se amplió de 5,2% a 6,4% del producto interno bruto (PIB). Sin embargo, en 2016 se observó una importante disminución de dicho déficit, al registrar 4,4% del PIB, a medida que la caída de las exportaciones se moderó y que la economía fue avanzando en el proceso de ajuste.

En el primer trimestre de 2017 el déficit corriente continuó con la tendencia decreciente del año anterior, al ubicarse en USD 3.182 m (4,4% del PIB trimestral), frente a USD 3.546 m (5,9% del PIB trimestral) en el mismo período de 2016. Sin embargo, algo que merece destacarse es que en este último período puede identificarse un cambio favorable en el patrón de ajuste de la cuenta corriente observado hasta el momento. En esta oportunidad, el ajuste del déficit obedeció a una recuperación de las exportaciones (24,5%), en contraste con las fuertes caídas del gasto importador de años anteriores. Los mayores ingresos externos coincidieron con un repunte en las tasas de crecimiento de las importaciones (7,1%), principalmente en insumos y bienes de capital. Entre los ingresos corrientes recientes se destaca el aumento del valor exportado del sector minero-energético, como reflejo del repunte del precio del petróleo y otras materias primas y, en menor medida, del agrícola, gracias al incremento en la producción de café, flores y banano, que impulsó el crecimiento de las cantidades vendidas al exterior. En el caso de servicios, su mayor dinámica estuvo jalonada por los ingresos externos obtenidos por las actividades relacionadas con el turismo y el buen comportamiento de la exportación de servicios empresariales (como la prestación de servicios jurídicos y de asesoría contable, y los *call centers*). Los datos preliminares indican que la mejora en la cuenta corriente habría continuado en el segundo trimestre del presente año.

En cuanto al desempeño de la economía en lo corrido del año, ya se conocen los resultados del PIB para el primer trimestre, publicados por el DANE, y se cuenta con indicadores líderes y encuestas, todo lo cual permite hacer una evaluación preliminar para el segundo trimestre. Durante el primer cuarto de año la economía creció 1,1% anual frente a 2,0% para todo 2016. En términos trimestrales, la actividad económica redujo su crecimiento desde 1,6% anual en el último trimestre de 2016 a 1,1% en el primero de 2017. De esta forma, con respecto al cuarto trimestre del año pasado, el PIB se contrajo 0,2%, que corresponde a una tasa anualizada de -0,9%.

Como se detalla en el *Informe*, los sectores productivos que registraron mayor contracción durante este período fueron la minería (-9,4%), la construcción (-1,4%), la industria, excluyendo refinación (-1,1%), los suministros de electricidad, gas y agua (-0,6%), el comercio (-0,5%) y el transporte (-0,3%). Aunque hasta cierto punto este menor desempeño era previsible, dado el debilitamiento de la demanda agregada de la economía, en algunos casos los resultados observados fueron inferiores a lo esperado por el equipo técnico, como ocurrió con las actividades de edificación (-7,1%) y obras civiles (3,5%). De manera similar, la lectura del PIB por el lado de la demanda muestra una desaceleración de rubros tan importantes como

el consumo privado, que en el primer trimestre se expandió a un menor ritmo que el público (1,0% vs. 2,1%), invirtiendo así lo observado en 2016. Por su parte, la formación bruta de capital permaneció prácticamente estancada (0,2%), pero algunos rubros, como la construcción y edificaciones (-7,5%) y maquinaria y equipo (-3,9%), mostraron resultados negativos. En este contexto de debilitamiento de la actividad económica, sobresalió el buen resultado de la agricultura (7,7%) y los servicios financieros (4,4%). El positivo desempeño de la agricultura obedeció al gran dinamismo de la producción cafetera y de otros productos agrícolas que se recuperaron de los efectos del fenómeno de El Niño. Por su parte, la expansión de la intermediación financiera aportó al crecimiento de este sector, y dada su alta participación en el PIB, contribuyó al crecimiento de la economía.

La información disponible para el segundo trimestre sugiere que la economía colombiana habría registrado una expansión baja, similar a la de los tres primeros meses del año. Así lo indica, por ejemplo, la encuesta sobre industria y comercio para mayo publicada por el DANE, que mostró que la producción industrial total para ese mes se contrajo 0,6% y al excluir refinación lo hizo en 0,8%. Para los primeros cinco meses del año la industria decreció 1,3%, y al excluir refinación se contrajo 3,0%. Esa misma encuesta también informó que para el mes de mayo las ventas del comercio total cayeron 0,5%, y la reducción acumulada entre enero y mayo fue de 1,4%. Por otra parte, el índice de confianza del consumidor retrocedió en mayo, al igual que lo hizo el índice de confianza de los industriales. Algo similar sucedió con los indicadores de existencias y de pedidos de la industria, así como con las expectativas de producción a tres meses, de acuerdo con los resultados de la *Encuesta de opinión empresarial*. Finalmente, el área total aprobada para construcción y la producción de cemento también registraron caídas en el acumulado de los primeros cinco meses del año.

Los resultados del PIB para el primer trimestre y la información preliminar para el segundo revelan una desaceleración de la actividad económica superior a la esperada. Si bien la reducción del gasto de la economía hace parte del proceso de ajuste requerido ante una caída permanente del ingreso nacional, las cifras conocidas sugieren que el balance de riesgos entre inflación y crecimiento podría haberse inclinado hacia una mayor desaceleración del producto.

De manera coherente con este diagnóstico, desde diciembre de 2016 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha venido reduciendo paulatinamente la tasa de interés de referencia, a medida que iba verificando la continuidad del descenso de la inflación total y de su pronóstico, la favorable reducción del déficit de la cuenta corriente y el debilitamiento de la actividad económica. En su sesión de fin de junio la Junta decidió acelerar el ritmo del recorte de la tasa de interés de política, al aprobar una rebaja de 50 pb, para llevarla a un nivel de 5,75%, con lo cual se acumula un recorte de 2 puntos porcentuales (pp) frente al nivel de 7,75% que tenía en noviembre de 2016. Esta reducción busca estimular la actividad económica, pero también tiene en cuenta que la inflación aún se sitúa por encima de la meta de 3%. De allí la complejidad del proceso de toma de decisiones de política monetaria, que requiere sopesar los riesgos de una convergencia demasiado lenta

de la inflación a la meta, por un lado, y de una desaceleración excesiva de la actividad económica, por el otro. Los recortes a la tasa de interés de política han permitido un relajamiento importante de la política monetaria, pero su postura aún se sitúa en terreno contractivo frente a lo que se considera una tasa de interés neutral.

En el *Informe* se analiza la transmisión de la reducción de 2 pp de la tasa de interés de política a las tasas de interés del sistema financiero. Para las tasas de captación se observa una reducción más que proporcional de las tasas de interés de los certificados de depósito a término a plazos mayores o iguales a 360 días. Para plazos menores (90 y 180 días), el grado de transmisión alcanzaba el 60%. Con respecto a las tasas de colocación (crédito), la reducción se ha transmitido de manera plena a las tasas de interés de los créditos comerciales. No obstante, la respuesta de las tasas de los créditos a los hogares ha sido lenta. En particular, las tasas de interés para los créditos de consumo y tarjetas de crédito apenas registran reducciones muy moderadas, mientras que las tasas hipotecarias han venido respondiendo en una cuantía levemente superior al 30%.

El proceso de ajuste de la economía y la reducción de las tasas de interés afectan el pasivo y el activo de las instituciones financieras. Con relación a los primeros, a fin de junio se observaba poco dinamismo de los pasivos sujetos a encaje, con un incremento de 7,0% anual, respecto al cierre de junio de 2016. En cuanto a los activos, a fin de junio la cartera bruta en moneda legal registraba un incremento de 7,0%, inferior al observado en igual fecha de 2016. Esto se explica por la reducción en el ritmo de crecimiento anual de la cartera comercial (3,5% a junio de 2017 vs. 13,5% a junio de 2016), que representa el 57% de la cartera total. Por su parte, los créditos de consumo e hipotecarios mostraban a junio incrementos de 13% anual, ritmo similar al observado en 2016. El menor crecimiento de la cartera comercial (préstamos a las empresas) se debe al entorno de desaceleración económica, que incide negativamente en la demanda de crédito, a pesar de que sus tasas de interés son las que más han respondido a los recortes de la tasa de interés de política.

El informe analiza algunas medidas de riesgo del sistema financiero para determinar cómo han sido afectadas ante las condiciones macroeconómicas actuales. En particular, se hace un seguimiento a los indicadores de calidad por riesgo (ICR) y por mora (ICM) de la cartera de los establecimientos de crédito; los riesgos de liquidez; y los que se derivan del portafolio de TES. En cuanto a los indicadores de calidad, entre abril de 2016 y el mismo mes de 2017 se registraron incrementos superiores a 30% de la cartera riesgosa y de la cartera vencida, lo que al aumentar su participación en la cartera total deterioró ambos indicadores. Esto fue una consecuencia esperable de la desaceleración económica y de choques puntuales a ciertas empresas, lo que afectó la morosidad de la cartera comercial. Con respecto a los riesgos de liquidez, se encontró que el sistema financiero cuenta con recursos líquidos suficientes para atender sus obligaciones contractuales y no contractuales de corto plazo. En relación con el riesgo de mercado del portafolio de TES de los establecimientos financieros, se observó que al 30 de junio el indicador de valor en

riesgo (VeR) promedio mensual de la posición propia de las entidades financieras disminuyó levemente frente al observado seis meses atrás (0,5% frente a 0,6%).

Otro tema que aborda este *Informe* es el desempeño del mercado laboral. El propósito es examinar hasta qué punto la desaceleración de la actividad económica ha impactado el comportamiento reciente de las tasas de desempleo y la informalidad en el país. Del análisis de las cifras se concluye que, a pesar del menor crecimiento económico de los últimos trimestres, el mercado laboral no ha sufrido un deterioro importante. Efectivamente, según los resultados de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) publicada por el DANE, entre enero y mayo la tasa de desempleo nacional no ha presentado cambios de importancia al ubicarse en promedio en 9,3%, valor que también tuvo en igual período de 2016. Para las trece áreas metropolitanas más importantes la tasa de desempleo sí exhibió una tendencia creciente, especialmente al comparar el promedio de las observaciones de marzo, abril y mayo, cuyo valor fue de 10,5% frente a 9,4% para el mismo período de 2016. No obstante, si se tiene en cuenta que la actividad económica pasó de crecer 4,4% en 2014 a 2,0% en 2016, y a 1,1% anual en el primer trimestre de este año, se puede afirmar que incluso este reciente incremento del desempleo urbano luce moderado.

Para entender las razones que explican la relativa estabilidad de las tasas de desempleo, a pesar de la marcada desaceleración de la actividad económica, se analizó el mercado laboral en sus componentes de oferta y demanda. Para ello se examinaron las tendencias de la tasa de ocupación (TO) —que mide la demanda de trabajo—, y de la tasa global de participación (TGP) —que mide la oferta de trabajo—, en los distintos dominios geográficos que cubre la encuesta. Para el total nacional, en lo corrido de 2017, se observaron aumentos moderados tanto en la TO como en la TGP, lo que explica la estabilidad de la tasa de desempleo agregada. Para el caso de las trece áreas metropolitanas, durante este período se presentó una reducción de la TO que no fue compensada por una caída de la TGP, lo que dio lugar a un moderado aumento de la tasa de desempleo. En las cabeceras urbanas, distintas de las trece principales áreas, a partir de marzo se han observado incrementos en la TO que han superado los aumentos en la TGP, lo cual explica que la tasa de desempleo para el promedio enero a mayo en esas ciudades se haya reducido a 8,8% frente a 9,1% en el mismo período de 2016. Las tendencias opuestas de las tasas de desempleo en estos dos últimos dominios geográficos se han compensado, lo que explica la estabilidad de la tasa de desempleo nacional ya mencionada. Finalmente, se observó que las ramas de actividad que más han aportado al crecimiento promedio del empleo nacional en los primeros cinco meses de 2017 fueron industria manufacturera, actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

En cuanto a la informalidad, para el trimestre móvil terminado en abril de 2017 se observó que continuó la tendencia decreciente de la tasa de informalidad que se viene registrando desde mediados de 2012, tanto la nacional como la de las trece principales ciudades, para las mediciones de informalidad relacionadas con el cumplimiento del marco regulatorio (cotización a salud y pensiones). Para la

medida de informalidad según el total de personas ocupadas en las empresas — que considera informales a aquellas con plantas de personal de hasta cinco trabajadores, excluyendo a los profesionales independientes y a los empleados del gobierno—, la tasa de informalidad ha permanecido estable en lo corrido del año.

El *Informe* describe las perspectivas para las principales variables macroeconómicas. Para la inflación sin alimentos en lo que resta del año se prevén aumentos de precios significativamente menores que los observados en el primer semestre, debido a que se espera que la demanda continúe débil y no se presenten presiones provenientes de la tasa de cambio. Sin embargo, en el caso de los alimentos, a partir de agosto no se pronostican caídas mensuales tan pronunciadas como las que se observaron en igual período del año pasado. Por ello es factible que la inflación anual al consumidor se ubique nuevamente por encima de 4,0%, y que termine el año entre 4,0% y 4,5%. Para 2018 las proyecciones del equipo técnico indican que la inflación anual al consumidor retomaría la tendencia decreciente hacia la meta del 3,0%.

En cuanto a las perspectivas de crecimiento, los resultados observados para el primer trimestre del año, y la información preliminar sobre el desempeño de la economía en el segundo, sugieren que se estarían materializando algunos riesgos a la baja contemplados en el intervalo de 0,8% al 2,6%, dentro del cual el equipo técnico ha considerado 1,8% como la cifra de crecimiento más probable para 2017¹. Esta estimación es consistente con un mejor desempeño de la actividad económica en el segundo semestre, a medida que el estímulo de la política monetaria, la ejecución de los planes de construcción de carreteras y el mejor desempeño previsto de las economías avanzadas empiecen a reflejarse en el fortalecimiento de la demanda agregada y la recuperación de la confianza de los agentes económicos.

Finalmente, la proyección de la balanza de pagos para el año 2017 indica que el déficit de la cuenta corriente se ubicaría entre 3,3% y 4,2% como porcentaje del PIB, con 3,7% como cifra más probable. Este pronóstico se enmarca en un contexto de mayores precios internacionales de productos básicos que los registrados en 2016. Lo anterior estaría acompañado de una moderada recuperación de la demanda externa, debido al mayor crecimiento esperado de los principales socios comerciales, lo cual, sumado a la depreciación real acumulada del peso colombiano, favorecería las exportaciones no tradicionales del país.

1 Este pronóstico se revisará en el próximo *Informe sobre Inflación*.