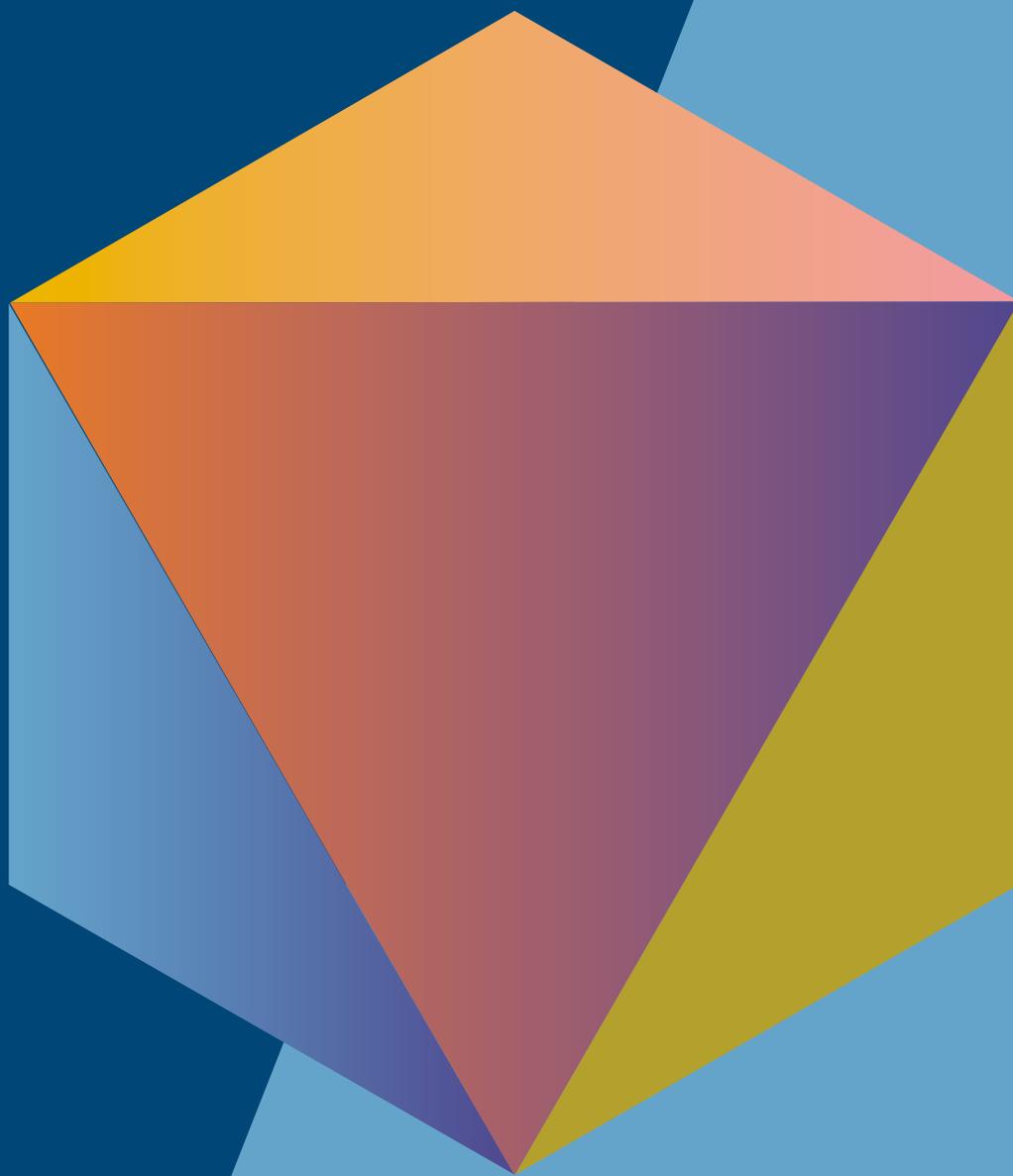

INFORME SOBRE **INFLACIÓN**

ISSN - 1657 - 7973



03/
2018



Marzo de 2018

INFORME SOBRE **INFLACIÓN**

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 27 de abril de 2018.

Banco de la República
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1657 - 7973





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
Nicolás Martínez

Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez
Jefe

Luis Hernán Calderón
David Camilo López
María Alejandra Prieto

Investigador asociado del Departamento de Programación e Inflación

Daniel Parra

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Diego Rodríguez, Jesús Antonio Bejarano, Carlos Leonardo Barreto Vargas, César Anzola y Joao Hernández, del Departamento de Modelos Macroeconómicos; José Franco Sepúlveda, Miguel Arquez Abdala, Isleny Carranza, estudiantes en práctica.

Contenido

Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria /09

1. Contexto externo y balanza de pagos /12
 - 1.1 Contexto externo /12
 - 1.2 Balanza de pagos /18

 2. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo /32
 - 2.1 Comportamiento del PIB durante el cuarto trimestre de 2017 y todo 2017 /32
 - 2.2 Estimación del crecimiento del PIB del primer trimestre de 2018¹ /38

 3. Desarrollos recientes de la inflación /46
 - 3.1 La inflación básica /49
 - 3.2 Inflación de alimentos /51

 4. Pronósticos de mediano plazo /56
 - 4.1 Crecimiento económico para 2018 /56
 - 4.2 Inflación /61
 - 4.3 Balance de riesgos /65

 5. Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo /72
 - 5.1 Cuenta corriente y tasa de cambio real /74
 - 5.2 Endeudamiento /76
 - 5.3 Precios de la vivienda /78
 - 5.4 Índice de desbalance macroeconómico /80
-

Anexo /81

Índice de gráficos

Gráfico 1.1 Indicadores de inflación anual total en los Estados Unidos y la zona del euro /13

Gráfico 1.2 Precio internacional del petróleo (Brent y WTI) /14

Gráfico 1.3 Índice de términos de intercambio /14

Gráfico 1.4 Tasa de interés de los bonos soberanos a diez años para algunas economías avanzadas /14

Gráfico 1.5 Índices de volatilidad financiera /15

Gráfico 1.6 *Credit default swaps* (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina /15

Gráfico 1.7 Crecimiento promedio de los socios comerciales /16

Gráfico 1.8 Exportaciones totales de bienes (FOB) /21

Gráfico 1.9 Importaciones totales de bienes (FOB) /21

Gráfico 2.1 Producto interno bruto /33

Gráfico 2.2 PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables /37

Gráfico 2.3 Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado) /39

Gráfico 2.4 Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles y sin vehículos automotores, desestacionalizado) /39

Gráfico 2.5 Encuesta mensual del comercio al por menor (comercio minorista de vehículos automotores, desestacionalizado) /39

Gráfico 2.6 Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral /40

Gráfico 2.7 Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF en maquinaria y equipo, equipo de transporte /40

Gráfico 2.8 Producción de café /44

Gráfico 2.9 Producción industrial real total /44

Gráfico 2.10 Producción de petróleo /45

Gráfico 3.1 Índice de precios al consumidor /47

Gráfico 3.2 IPP por procedencia /48

Gráfico 3.3 Salarios nominales /48

Gráfico 3.4 Indicadores de inflación básica /49

Gráfico 3.5 IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados /50

Gráfico 3.6 IPC de no transables, sin alimentos ni regulados /50

Gráfico 3.7 IPC de regulados y sus componentes /51

Gráfico 3.8 IPC de alimentos /51

Gráfico 3.9 IPC de alimentos por grupos /52

Gráfico 4.1 *Fan chart* del crecimiento anual del PIB /60

Gráfico 4.2 *Fan chart* del crecimiento anual del PIB trimestral /60

Gráfico 4.3 Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa /63

Gráfico 4.4 Expectativas de inflación anual derivadas de los TES /64

Gráfico 4.5 Inflación anual observada y expectativas de inflación /65

Gráfico 4.6 *Fan chart* de la inflación total anual /65

Gráfico 4.7 *Fan chart* de la inflación anual sin alimentos ni regulados /65

Gráfico 4.8 Corte transversal del *fan chart* de inflación anual total para /68

Gráfico 5.1 Déficit en la cuenta corriente /74

Gráfico 5.2 Déficit en la cuenta corriente según sectores económicos como porcentaje del PIB /75

Gráfico 5.3 Índices de la tasa de cambio multilateral /75

Gráfico 5.4 Endeudamiento de los hogares y las empresas como proporción del PIB /76

Gráfico 5.5 Endeudamiento de las empresas por fuentes separando efecto cambiario /77

Gráfico 5.6 Indicadores de cartera vencida y riesgosa /77

Gráfico 5.7 Cartera bruta en moneda nacional (M/N) /78

Gráfico 5.8 Precios de la vivienda en Colombia /78

Gráfico 5.9 Vivienda nueva: ventas y oferta /79

Gráfico 5.10 Vivienda nueva: ventas, lanzamientos e iniciaciones /79

Gráfico 5.11 Índice de desbalance macroeconómico /80

Gráfico 5.12 Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito /80

Índice de cuadros

Cuadro 1.1 Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales /16

Cuadro 1.2 Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia /17

Cuadro 1.3 Balanza de pagos /25

Cuadro 2.1 Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto /34

Cuadro 2.2 Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica /36

Cuadro 3.1 Indicadores de inflación al consumidor /47

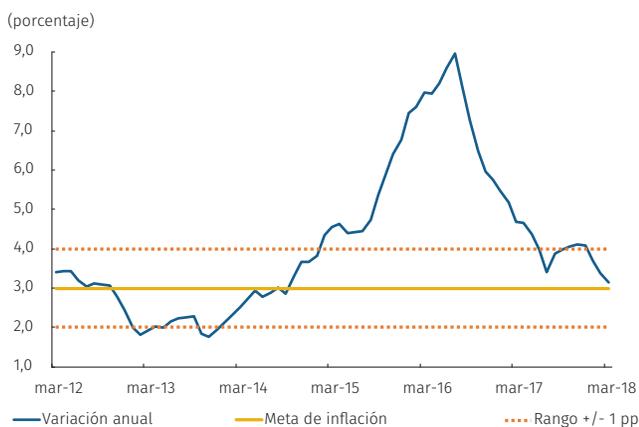
Cuadro 4.1 Rangos de probabilidad del fan chart del crecimiento anual del PIB /60

Cuadro 4.2 Probabilidad estimada de que la inflación en diciembre de 2018 esté entre 2,0% y 4,0% /67

Cuadro 4.3 Rangos de probabilidad del fan chart de la inflación total /68

Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria

Gráfico A
Índice de precios al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En el primer trimestre de 2018 la inflación y las medidas de inflación básica descendieron más de lo proyectado y aceleraron su convergencia a la meta del 3%. En marzo de 2018 la variación anual del IPC y el promedio de las medidas de inflación básica se situaron en 3,14% y 3,64%, respectivamente, cifras menores en cerca de 1 punto porcentual a los registros de diciembre pasado (Gráfico A).

El comportamiento favorable de la inflación observada condujo a reducir las expectativas sobre la inflación futura. Para diciembre de 2018 y diciembre de 2019, por ejemplo, la encuesta aplicada a los analistas indica que la inflación se situará en 3,37% y 3,16%, respectivamente. Por su parte, las que resultan de los títulos de deuda pública a 2, 3 y 5 años se ubican entre 3,0% y 3,3%.

Varios factores explican el comportamiento favorable de los precios al consumidor. Uno de ellos sería la amplia oferta de alimentos, otro la reducción en el impacto del IVA, y otro, quizá, la reducción de la tasa de cambio y su impacto sobre los precios importados.

La producción continuó recuperándose, pero a una tasa menor que el crecimiento potencial de la economía, por lo que los excesos de capacidad instalada se habrían ampliado a comienzos del año. Ello también estaría contribuyendo a la convergencia de la inflación a la meta. La dinámica de la demanda interna habría mejorado, pero seguiría débil, y el consumo y la inversión registrarían tasas de crecimiento bajas.

Las cifras del balance externo muestran una economía que estaría culminando su proceso de ajuste. En 2017 el déficit corriente volvió a reducirse y se situó en 3,3% del producto interno bruto (PIB), hecho explicado por la recuperación de los ingresos, y no por la caída de los egresos como había sucedido un año atrás. Los datos de comercio exterior del primer bimestre de 2018 sugieren que este comportamiento habría continuado. En efecto, las exportaciones en dólares, tanto de bienes básicos como

de productos no tradicionales y de servicios, registraron incrementos importantes, favorecidas por la recuperación del precio del petróleo y por la mejor dinámica de la demanda externa. En el mismo período el valor de las importaciones presentó una tasa de aumento baja, en parte por la debilidad de la demanda interna.

Los datos recientes del sector externo indican que se acentuaron algunas de las tendencias observadas a comienzos de año, con efectos importantes sobre el crecimiento, la inflación, y las expectativas de inflación. Las tasas de interés externas continuaron aumentando lentamente, el precio del petróleo se ha recuperado y se mantiene por encima de USD 70 por barril, y el peso se apreció frente al dólar. Ello sería compatible con una mejora en los términos de intercambio y en el ingreso nacional del país, y con una baja dinámica en los precios de bienes y servicios transables.

El índice de desempleo presentó un deterioro lento pero constante, y las estimaciones indican que este mercado laboral estaría holgado, con bajas presiones de costos sobre los precios. Algunos aumentos de salarios, como los de construcción pesada (3,6%) y de vivienda (3,9%), se desaceleraron de forma importante en marzo, y registraron incrementos más compatibles con la meta de inflación. Otros salarios, como los de la industria y el comercio, se siguen ajustando a tasas muy superiores al 3%.

La cartera real comercial registró tasas que se pueden calificar como históricamente bajas, y algo similar sucedió con el crédito a los hogares (consumo e hipotecario). Como resultado de estas tendencias, diferentes medidas del ciclo de crédito indican que la dinámica de la cartera total se encuentra por debajo de su tendencia de largo plazo, algo que se observa desde principios de 2016. Las reducciones en la tasa de interés de política se siguen transmitiendo a las tasas de interés de los préstamos, principalmente a los créditos comerciales e hipotecarios, y en menor medida a los de consumo.

El equipo técnico mantuvo en 2,7% la proyección de crecimiento para 2018, suponiendo una demanda externa más dinámica que la registrada en años anteriores y con términos de intercambio más altos. La inversión en 2018 estaría impulsada por una mayor ejecución en las obras civiles (en especial las 4G) y por mayores niveles de inversión extranjera en el sector minero. Las reducciones de las tasas de interés de política realizadas hasta el momento y la menor inflación deberían impulsar una mejor dinámica del crédito, de la inversión y del gasto de los hogares. El crecimiento del PIB será, de todas formas, inferior al de su potencial de largo plazo (3,3%), con lo cual seguirán ampliándose los excesos de capacidad instalada de la economía. Para 2018 se espera que la dinámica de los ingresos externos supere la de los egresos, y que el déficit de la cuenta corriente se reduzca a 3,1% del PIB.

01

Contexto externo y balanza de pagos

El pronóstico de crecimiento económico promedio de los socios comerciales de Colombia mostró pocos cambios en este Informe. De nuevo, se prevé una recuperación de la demanda externa, aunque por debajo de los niveles promedio observados antes de 2014.

El escenario central contempla un precio del petróleo promedio para 2018 mayor que el del informe anterior. Hacia 2019 se anticipa una reducción, causada por una respuesta de su oferta mundial a las mayores cotizaciones.

Se espera que el déficit en la cuenta corriente del país, como porcentaje del PIB, se siga ajustando en 2018. Esto debido a la mejora en los términos de intercambio y el mayor crecimiento de los principales socios comerciales.

1.1 Contexto externo

El contexto externo enfrentado por Colombia ha mejorado continuamente durante los últimos trimestres. De acuerdo con la información más reciente, el crecimiento de nuestros socios comerciales ha superado las expectativas de los analistas. A ello se suma un precio del petróleo que en lo corrido de 2018 ha sido mayor al observado en promedio para 2017, junto a unas condiciones financieras globales favorables, que a la fecha no se han visto afectadas por los incrementos de la tasa de política de la Reserva Federal (Fed).

Para Colombia el factor de mayor impacto favorable sería la persistencia en niveles relativamente altos de los precios del petróleo. Durante el primer trimestre, el precio promedio por barril fue de USD 67,23 (referencia Brent), lo cual representa un incremento importante frente a los USD 54,79 observados en promedio durante 2017.

De esta manera, el escenario central de pronóstico que se presenta a continuación supone una demanda externa que se acelera en 2018 frente al año anterior, aunque a niveles por debajo de los observados en promedio antes de 2014. En cuanto al petróleo, de nuevo se anticipan precios más altos para 2018, que disminuirían hacia 2019 debido a un incremento de la oferta, en particular de los Estados Unidos. Además, se espera que el proceso de normalización de la política monetaria se siga dando de forma gradual, sin afectar de manera significativa las condiciones de financiamiento externo de Colombia.

1.1.1 Actividad real, inflación y política monetaria

La nueva información apunta a que el crecimiento económico continuó con tendencia positiva en los Estados Unidos. Al cierre estadístico de este *Informe*, el crecimiento del cuarto trimestre del producto interno bruto (PIB) real de los Estados Unidos fue revisado al alza, pasando de 2,6% a 2,9%, trimestre anualizado. Así, el PIB de todo 2017 habría crecido 2,3%. Los datos observados del primer trimestre apuntan a que esta dinámica se mantiene, lo cual se ha reflejado en aumentos importantes del nivel de empleo.

En la zona del euro el crecimiento del producto del cuarto trimestre fue de 2,7% anual, con lo cual la expansión para todo 2017 fue de 2,5%. Este valor es el más alto que se ha observado en los últimos diez años, lo cual refleja la notable recuperación del bloque. Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2018 sugieren que la actividad económica en la zona del euro continúa en terreno positivo, aunque se evidencia alguna moderación.

Gráfico 1.1
Indicadores de inflación anual total en los Estados Unidos y la zona del euro (variación anual)



Fuente: Bloomberg.

La inflación en las economías desarrolladas se ha mantenido relativamente estable en los últimos meses. En los Estados Unidos la variación anual de los precios en marzo fue de 2,4% anual, mientras que en la zona del euro el valor correspondiente fue de 1,3%. Los respectivos valores para la inflación núcleo fueron de 2,1% y 1,0% (Gráfico 1.1). Se espera que el dinamismo económico actual y los buenos resultados del mercado laboral generen presiones al alza sobre salarios e inflación, que se deberían ver en los meses venideros.

1.1.2 Precios de los productos básicos

Con respecto a los precios de los productos básicos exportados por Colombia, se destaca la persistencia, en niveles relativamente altos, del precio del petróleo, que durante el primer trimestre se mantuvo

en un nivel promedio para la referencia Brent de USD 67,27 por barril (Gráfico 1.2). Dicho nivel es superior al observado en el promedio de 2017 y al esperado en el *Informe sobre Inflación* anterior. El incremento observado en los primeros meses de 2018 estaría relacionado principalmente, con una mayor demanda, a pesar de los incrementos en la producción, sobre todo la estadounidense. La mayor demanda ha estado asociada con los mejores datos de crecimiento observados y con la depreciación acumulada del dólar. Adicionalmente, algunos conflictos geopolíticos y el sobrecumplimiento de los acuerdos de límites a la producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) han contribuido al alza.

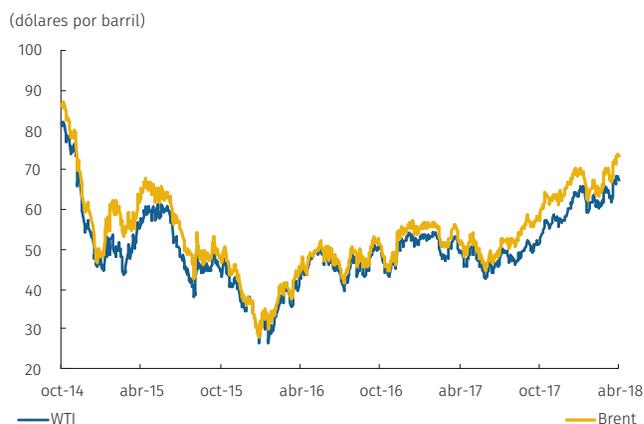
Gracias a los mayores precios del petróleo y a la relativa estabilidad de los precios de otras materias primas exportadas por el país, los términos de intercambio aumentaron a comienzos de año; sin embargo, aún se encuentran por debajo de los niveles previos a 2014 (Gráfico 1.3). Por otro lado, los precios de los bienes importados no han resultado afectados por los incrementos del precio del petróleo y se mantienen estables, a tono con la baja inflación internacional.

1.1.3 Mercados financieros

Durante el primer trimestre las tasas de interés de largo plazo de las economías avanzadas han seguido aumentando de manera gradual. Este incremento ocurrió en un contexto de mayores expectativas de crecimiento económico. Sin embargo, desde febrero la volatilidad de los mercados financieros ha aumentado, lo cual se debe principalmente a un cambio en las expectativas de mercado sobre el ritmo de normalización de la política monetaria en las economías avanzadas (Gráfico 1.4). A esto se suman los recientes anuncios por parte de los gobiernos de los Estados Unidos y de China de posibles políticas de restricción al comercio internacional, que también han implicado alguna corrección en los precios de algunos activos.

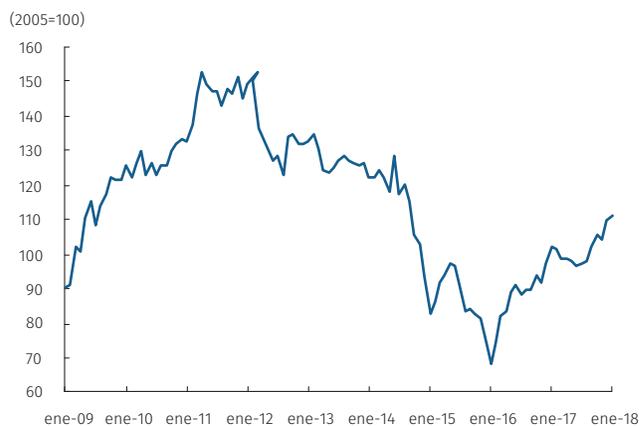
A pesar de lo anterior, los indicadores de volatilidad se mantienen por debajo de sus promedios históricos (Gráfico 1.5); así, la demanda por riesgo continúa siendo relativamente alta. A la fecha, en

Gráfico 1.2
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.3
Índice de términos de intercambio
(metodología comercio exterior)



Fuente: Banco de la República.

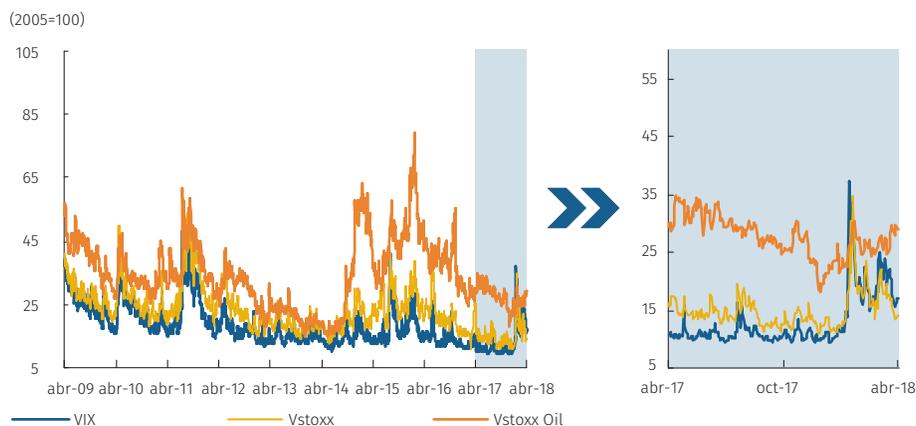
Gráfico 1.4
Tasa de interés de los bonos soberanos a diez años para algunas economías avanzadas



Fuente: Bloomberg.

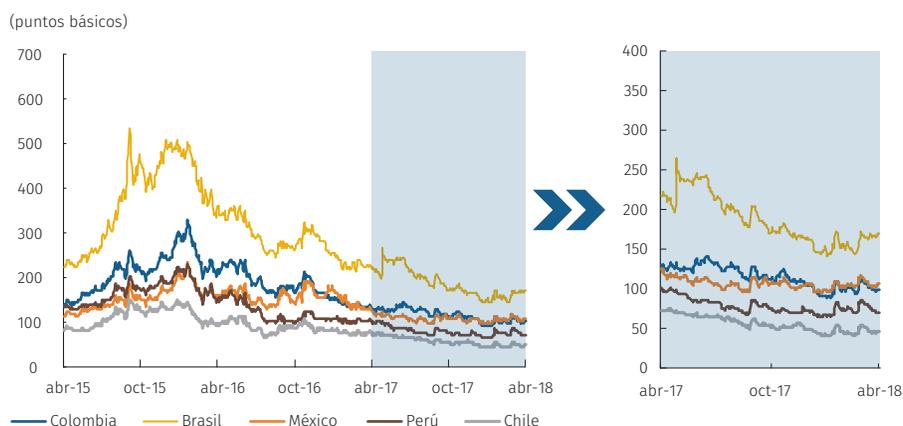
América Latina el efecto de lo anterior ha sido transitorio y de poca magnitud (Gráfico 1.6); de hecho, esto se ha reflejado en entradas de capital continuas a la región.

Gráfico 1.5
Índices de volatilidad financiera



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.6
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

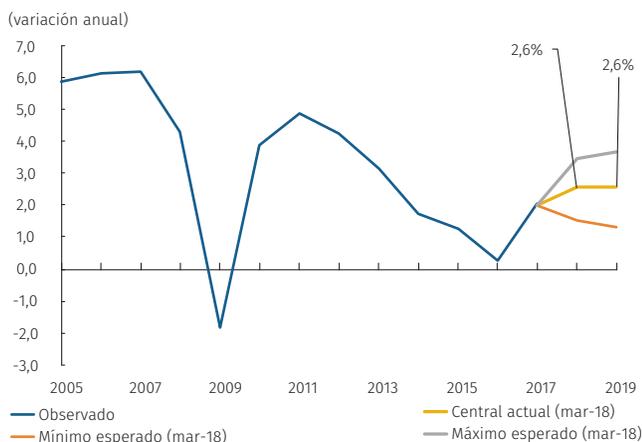
1.1.4 Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Considerando toda la información disponible, el pronóstico de crecimiento económico para todo 2018 de los socios comerciales de Colombia mostró pocos cambios con respecto al informe de diciembre.

En el escenario central de pronóstico la demanda interna continuaría siendo el motor de crecimiento en las economías avanzadas. En las emergentes seguiría dándose una recuperación, soportada por precios más favorables de los bienes básicos y por una demanda mundial más robusta.

Para los socios comerciales del país se proyecta una expansión económica (ponderada por el comercio no tradicional) de 2,6% anual para 2018 y para 2019 (Gráfico 1.7). Estas cifras representan una aceleración frente

Gráfico 1.7
Crecimiento promedio de los socios comerciales
(ponderado por comercio no tradicional)



Fuente: cálculos y proyecciones del Banco de la República.

a 2017, cuando dicho crecimiento fue del 2,0%. Las siguientes fueron las revisiones de los pronósticos individuales del escenario central con respecto al informe anterior (Cuadro 1.1).

- Para los Estados Unidos y la zona del euro se revisó al alza el pronóstico de crecimiento económico para 2018, debido a que los datos más recientes de actividad económica han resultado ser mejores que lo esperado.
- En América Latina se revisaron al alza los crecimientos para 2018 de Brasil, Ecuador y Chile, también por los mejores resultados observados en los indicadores más recientes.
- Se redujo el pronóstico de crecimiento de Perú y Venezuela para 2018. En el primer caso, esto se debió a la debilidad de los indicadores recientes sobre actividad económica y al notable incremento de la inestabilidad política. En el segundo, la revisión a la baja del pronóstico refleja el profundo deterioro de la situación económica y social que continúa experimentando ese país.

Cuadro 1.1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2017	Proyecciones para 2018			Proyecciones para 2019		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Principales socios							
Estados Unidos ^{a/}	2,3	2,0	2,8	3,6	1,4	2,4	3,4
Zona Euro	2,5	1,9	2,4	2,9	1,0	2,0	2,6
Venezuela ^{b/}	-12,3	-10,0	-7,0	-4,0	-6,0	-3,0	0,0
Ecuador	3,0	0,5	1,8	3,0	0,0	1,5	3,0
China	6,9	5,8	6,5	7,0	5,5	6,3	7,0
Otros socios							
Brasil	1,0	1,6	2,6	3,6	1,0	2,7	4,0
Perú	2,5	2,6	3,8	4,6	2,5	3,8	4,7
México	2,0	1,3	2,2	3,0	1,0	2,3	3,5
Chile	1,5	1,7	3,0	3,7	1,0	3,0	4,0
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)	2,0	1,5	2,6	3,5	1,3	2,6	3,7

a/ El dato del crecimiento del PIB de los Estados Unidos del primer trimestre fue publicado el día 27 de abril. Este dato hizo parte del conjunto de información utilizado por la Junta Directiva del Banco de la República para su decisión del día 27 de abril. Sin embargo, los pronósticos aquí presentados no incorporaron esta nueva información.

b/ El dato de 2017 para Venezuela corresponde a una estimación.

de la República para su decisión del día 29 de enero. Sin embargo, los pronósticos aquí presentados no incorporaron esta nueva información.

Fuentes: Datos observados: Bloomberg. Proyecciones y cálculos: Banco de la República.

El escenario central contempla tres incrementos adicionales de la tasa de política de la Fed para el resto de 2018.

El escenario central de pronóstico aquí descrito contempla una inflación de las economías avanzadas que tendría algún incremento durante 2018. Esta expectativa es algo mayor que la del informe de diciembre.

En este entorno, se esperan tres incrementos adicionales de la tasa de política de la Fed, que se suman al incremento de marzo. Así, a finales de 2018 esta tasa se ubicaría en un rango entre 2,25% y 2,50%. Sin embargo, aún después del aumento, esta seguiría siendo baja en términos históricos. Por otro lado, no se anticipan incrementos en la tasa de política del Banco Central Europeo durante 2018. Esto implica que la política monetaria de las principales economías del mundo continuaría siendo laxa, lo que favorecería el crecimiento.

En el escenario central se incorpora un efecto positivo sobre el crecimiento económico de los Estados Unidos, derivado de la reforma tributaria aprobada en diciembre. Por otro lado, no se consideran efectos de trascendencia provenientes de posibles restricciones al comercio internacional sobre el crecimiento económico.

En cuanto a las materias primas, en el escenario central aumentó el pronóstico para el petróleo para 2018 (Cuadro 1.2). Esto, en vista de la persistencia del nivel observado en sus cotizaciones internacionales en los últimos meses. Este pronóstico supone que el crecimiento económico global seguiría estimulando la demanda, y que los límites a la producción instaurados por la OPEP se seguirían cumpliendo, al menos hasta mediados de año. Se espera un incremento de la oferta como respuesta a los altos precios, lo que provocaría una reducción de sus cotizaciones hacia el segundo semestre. Esta baja continuaría hacia 2019, año para el cual se espera un menor precio.

Cuadro 1.2
Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia

	2017	Proyecciones para 2018			Proyecciones para 2019		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Petróleo Brent (dólares por barril)	54,79	59	65	71	50	63	70
Carbón (dólares por tonelada)	70,32	55	72	85	50	72	90
Café colombiano (<i>ex dock</i>) (dólares por libra)	1,52	1,30	1,46	1,90	1,20	1,65	2,00
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	10.469	11.500	12.500	13.500	11.000	12.500	14.000
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.258	1.500	1.300	1.100	1.600	1.300	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.

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

- *Una contracción de la política monetaria más rápida en la zona del euro y los Estados Unidos:* si el estímulo monetario se retira a una velocidad mayor a la esperada, el costo de financiamiento podría aumentar para las economías emergentes, presionando a la baja su crecimiento.
- *Altos niveles de endeudamiento:* los niveles de apalancamiento continúan representando un riesgo para la estabilidad financiera global. No se puede descartar que este fenómeno conduzca a un crecimiento menor que el esperado.
- *Políticas que restrinjan el comercio internacional:* es posible que los anuncios recientes de aranceles a las exportaciones de ciertos productos se materialicen y desencadenen retaliaciones. Este fenómeno podría afectar de manera negativa el crecimiento mundial.
- *Una corrección de los mercados financieros globales:* en los últimos meses se han observado incrementos de la volatilidad y reducciones en algunos precios de los activos. Si este fenómeno se acentúa, podría afectar la confianza y el crecimiento.
- *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 las reducciones en impuestos generan un impulso sobre la inversión. Sin embargo, lo anterior podría no materializarse o se podría dar algún efecto de sustitución de inversión residencial a no residencial que no implique un mayor crecimiento de este rubro.
- *Eventos geopolíticos adversos:* de nuevo, varios eventos podrían afectar de manera negativa el crecimiento de los socios comerciales del país. Algunos podrían ser: una fallida renegociación del tratado de libre comercio de América del Norte (TLCAN) y noticias adversas relacionadas con la negociación del *brexit*.

El principal riesgo al alza es:

- *Un precio del petróleo superior al esperado en el escenario central:* si el precio del petróleo permanece en niveles altos, el crecimiento de los socios comerciales del país exportadores de este bien podría ser mayor que el esperado, mientras que el de los importadores sería inferior. Si este riesgo se materializa, representaría un impulso positivo sobre el crecimiento de Colombia.

1.2 Balanza de pagos

1.2.1 Resultados en 2017

Durante 2017 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 10.359 millones (m), menor en dólares al de un año atrás, cuando se ubicó en USD 12.129 m. Como proporción del PIB, este fue

En este Informe se pronostica un precio del petróleo más alto que el del informe anterior.

El principal riesgo al alza es un precio del petróleo superior al contemplado en el escenario central.

de 3,3%, lo que significó una reducción de 1,0 puntos porcentuales (pp) frente al 4,3% observado en 2016.

El menor déficit corriente en dólares estuvo explicado, principalmente, por el menor déficit comercial de bienes (USD 4.393 m), el cual compensó el incremento de los egresos netos por renta factorial (USD 2.918 m) y el aumento en el déficit de servicios (USD 504 m). Las mayores transferencias corrientes (USD 798 m) también aportaron al descenso del déficit externo. Los resultados de la cuenta corriente para 2017 muestran que el menor déficit externo se explicó por un crecimiento cercano al 14% de los ingresos, superior al incremento de 8,6% de los egresos, resultado en gran medida de la mejora de los términos de intercambio del país debido al incremento de los precios de exportación.

La disminución del déficit comercial de bienes ocurrió gracias al crecimiento de las exportaciones por USD 5.395 m (15,8%), que compensó ampliamente el incremento de las importaciones (USD 1.002 m, 2,3%). El aumento de las ventas externas ocurrió en un entorno de mayores precios de los principales bienes básicos, en especial de petróleo y carbón. Adicionalmente, las ventas de productos industriales registraron niveles mayores a los de un año atrás (+5,3%) acordes con el mayor crecimiento de los principales socios comerciales. Por otro lado, el incremento de las compras externas estuvo impulsado por las mayores importaciones de bienes para la industria (tanto materias primas como bienes de capital, incluyendo bienes para el sector minero) y de equipo de transporte (en especial aeronaves) y, en menor medida, por la recuperación del consumo durable.

En cuanto a la cuenta de servicios, por el lado de las importaciones se destacan los mayores egresos asociados con los gastos por seguros y servicios financieros, así como los gastos de viajeros colombianos en el exterior y pagos de servicios empresariales y de transporte. En las exportaciones sobresale el incremento de los ingresos por viajes, así como por la venta de seguros y servicios empresariales. Los ingresos derivados del turismo, que incluye el gasto por viajes de extranjeros en el país y sus pagos por transporte aéreo, alcanzaron un monto de USD 5.788 m en 2017, lo que corresponde a un incremento de 5,4% frente a 2016.

Por su parte, en 2017 se observó un incremento de USD 2.918 m en los egresos netos por renta factorial, que se atribuye, por un lado, a las mayores utilidades de las firmas con inversión extranjera en el país del sector petrolero y minero y, por el otro, a los mayores pagos de intereses asociados con préstamos y títulos de deuda externa.

Con relación a las transferencias corrientes netas, estas aumentaron anualmente en 13,6%, gracias, sobre todo, al crecimiento de las remesas de trabajadores. En esta última partida los aumentos más importantes se observaron en las remesas enviadas desde los Estados Unidos y algunos países latinoamericanos.

En 2017 el déficit en la cuenta corriente del país fue de 3,3% como proporción del PIB, inferior al 4,3% registrado en 2016.

La reducción del déficit externo en 2017 fue posible, en buena parte, por la mejoría en los términos de intercambio.

En 2017 las entradas de capital se originaron principalmente en la inversión extranjera directa.

En cuanto al financiamiento externo, durante 2017 se observaron entradas netas de capital por USD 9.694 m, inferiores a las de un año atrás, cuando se ubicaron en USD 10.682 m. Durante este período, la inversión directa neta (USD 10.828 m) aumentó en 16%, debido a las mayores entradas de inversión extranjera directa (IED) y a la menor salida al exterior de inversión colombiana. Los flujos recibidos por las empresas pertenecientes al sector de comunicaciones y el mineroenergético fueron los que más aportaron al incremento de la IED.

Por concepto de inversiones extranjeras de cartera, el país recibió entradas por USD 7.793 m, al tiempo que constituyó activos financieros en el exterior por USD 6.217 m. Los recursos recibidos se originaron en su mayoría en la compra de TES por parte de inversionistas extranjeros y, en menor medida, en la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales, gran parte emitidos por el Gobierno.

En cuanto a otros flujos de capital, el país registró salidas netas por USD 2.166 m, debido principalmente a los elevados pagos de amortizaciones. Durante el período de análisis, las reservas internacionales por transacciones de la balanza de pagos aumentaron en USD 545 m, debido, en gran parte, a los ingresos por rendimiento neto del portafolio.

1.1.2 Pronósticos

1.2.2.1 Estimación para el primer trimestre de 2018

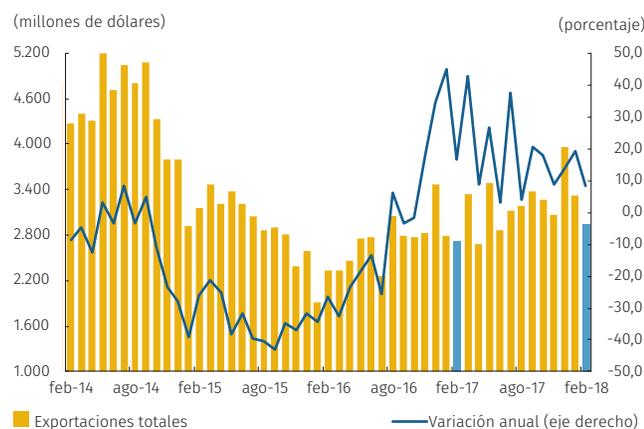
De acuerdo con la información disponible para el primer trimestre de 2018, se proyecta una reducción del déficit en la cuenta corriente, tanto en dólares como en proporción del PIB, frente al mismo período de 2017. Como proporción del PIB, este se habría ubicado cerca del 3,2%, inferior al 4,8% de igual período de un año atrás. Con respecto al comercio exterior de bienes, los datos disponibles muestran que en el bimestre enero-febrero las exportaciones totales en dólares aumentaron en USD 762 m (13,9%) frente al año anterior (Gráfico 1.8), principalmente por el mayor valor exportado de bienes industriales, carbón y petróleo. En cuanto a las importaciones *free on board* (FOB)¹, en dicho período estas se incrementaron en USD 355 m (5,2% en términos anuales), debido, en gran medida, a las mayores compras externas de productos químicos y mineros para la industria, así como de bienes de capital. Las importaciones de bienes de consumo no durable también contribuyeron de manera positiva al crecimiento de las importaciones totales (Gráfico 1.9) (véase sombreado, pp. 22-24).

Para el primer trimestre de 2018 se estima que se siga reduciendo el déficit comercial de bienes, debido principalmente al dinamismo exportador.

1 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las Cuentas Nacionales considera las importaciones *cost, insurance and freight* (CIF), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. Durante el bimestre enero-febrero las importaciones CIF totalizaron USD 7.547 m, lo que representa un crecimiento de 5,2% anual.

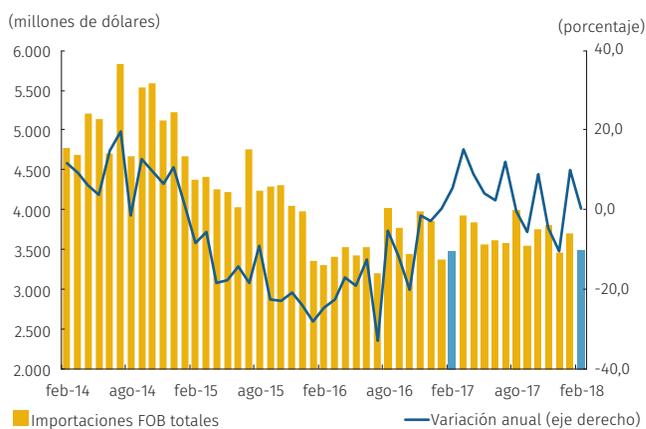
Por otra parte, para el primer trimestre se espera que el déficit de servicios no factoriales sea mayor al registrado en igual período de un año atrás y que se mantengan los egresos netos por renta factorial, esto último, impulsado por las utilidades de las empresas con IED que operan en el sector mineroenergético.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

Gráfico 1.8
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



Nota: La barras azules son exportaciones totales que corresponden a febrero de 2017 y 2018.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 1.9
Importaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



Nota: La barras azules son importaciones totales (FOB) que corresponden a febrero de 2017 y 2018.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República. Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En relación con los flujos de capital, se estima que durante el primer trimestre de 2018 las entradas de IED habrían sido similares a las observadas en igual período de un año atrás, impulsadas por los recursos recibidos por empresas del sector minero y petrolero dado el mejor panorama de precios internacionales. Por otra parte, la información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria muestra que entre enero y marzo se registró un crecimiento anual de los recursos de inversión extranjera de portafolio del sector privado². 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.

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

Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para el primer bimestre de 2018

Primer bimestre de 2018

En el primer bimestre de 2018 las exportaciones totales crecieron 13,9%, soportadas por las expansiones de los tres tipos de bienes (cuadros A y B). Las exportaciones mineras fueron las que más aportaron a la variación total (6,9 pp), seguidas por las exportaciones no tradicionales (6,2 pp). Se destaca la recuperación de las exportaciones agrícolas que crecieron 5,4%, tras contraerse en el último período del año anterior, con lo cual retomó la buena tendencia de los primeros 10 meses del 2017 (cuadros A y B).

Los mayores precios internacionales de los bienes mineros de exportación, en particular del petróleo y el carbón continúan impulsando al sector¹. Frente a 2017, el valor exportado del carbón y del petróleo creció 30,4% y 7,9%, respectivamente, en los dos primeros meses del año. Cabe resaltar que estos son los rubros que más aportan al sector.

Las exportaciones no tradicionales se expandieron nuevamente, al crecer 24,9% en el primer bimestre de 2018, superando así el 4,7% registrado en el período anterior (Gráfico A). Por destinos, las ventas externas de este tipo de bienes crecieron hacia todos los destinos, excepto Perú. Los mayores crecimientos anuales se observaron en las ventas externas con destino a Asia (43,1%), la Unión Europea (36,6%) y el resto de la Aladi² 32,2%). Hacia los Estados Unidos, principal destino, se observó una recuperación de las exportaciones, las cuales crecieron 13,1% en el bimestre, tras contraerse 3,3% de 2017. Por último, se destaca la variación positiva en las ventas externas hacia Venezuela por primera vez desde 2015 (Gráfico B).

1 El índice de precios para los productos mineros exportados creció 21% en el primer bimestre de 2018 frente al mismo período de 2017.

2 Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), Sin Venezuela, Ecuador, Perú ni México.

Con respecto a las exportaciones agrícolas tradicionales, las ventas externas de banano y de flores crecieron 17,8% y 12,8%; mientras que las de café se contrajeron 2,0% en términos anuales frente a 2017. La variación total de las exportaciones de este grupo de bienes se explica por un aumento en los volúmenes exportados de 15,3%, que fue parcialmente compensado por una disminución de 8,7% en el índice de precios.

En cuanto a las importaciones FOB, en el bimestre enero-febrero se observó una expansión de 5,2% en términos anuales, con crecimientos en los tres grupos de bienes, las cuales se recuperaron después de caer en el período anterior (Gráfico C). La mayor contribución al crecimiento la dio el grupo de bienes de capital (3,0 pp), impulsado principalmente por un mayor dinamismo de las compras externas de bienes de capital para la industria (12,1%) y por la recuperación de las importaciones de equipo de transporte, que crecieron 12,3% (Cuadro B).

De forma consistente, dentro del grupo de bienes intermedios, que explica 1,8 pp del crecimiento total de las importaciones, se destaca el aumento de las importaciones de materias primas para la industria (10,2%), el cual fue parcialmente compensado por las menores compras externas de combustibles.

En cuanto a los bienes de consumo, las importaciones de bienes no duraderos crecieron (6,0%), soportadas por las compras de vestuario y otras confecciones de textiles y por el repunte de las de tabaco. Por el contrario, las de bienes duraderos se contrajeron 3,6% en el bimestre, debido a la disminución de 19,8% en las compras de vehículos de transporte particular, rubro que representa la mayor participación en el grupo.

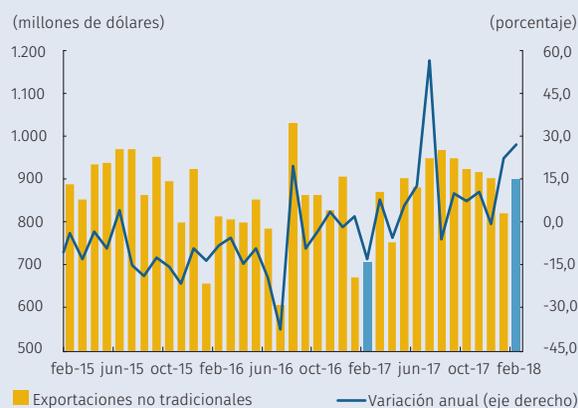
Cuadro A
Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para el cuarto trimestre de 2017 (FOB)

Grupo	Variación anual	Rubros con importantes contribuciones a la variación anual	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total exportaciones	13,6		
Bienes de origen minero	26,3	Carbón, lignítico y turba	70,4
		Ferróniquel	23,7
		Alimentos, bebidas y tabaco (sin café)	10,6
		Productos químicos	4,1
Resto de exportaciones ^{a/} (No tradicionales)	5,5	Hacia Ecuador	19,8
		Unión Europea	30,7
		Hacia Asia	17,5
		Flores	4,7
Bienes de origen agrícola	-19,7	Banano	-22,5
		Café	-27,4
Total Importaciones	-2,4		
Bienes de capital	-3,0	Equipo rodante de transporte	-48,5
		Máquinas y aparatos de oficina	-0,3
Bienes intermedios	0,2	Materia primas para la industria	3,2
		Materia primas para la agricultura	10,1
Bienes de consumo	-5,8	Bienes durables	-12,5
		Bienes no durables	0,2

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.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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

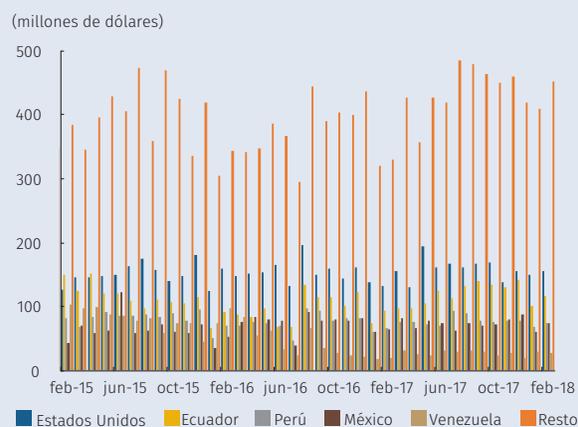


Nota: La barras azules son exportaciones no tradicionales (FOB) que corresponden a febrero de 2017 y 2018.

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.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

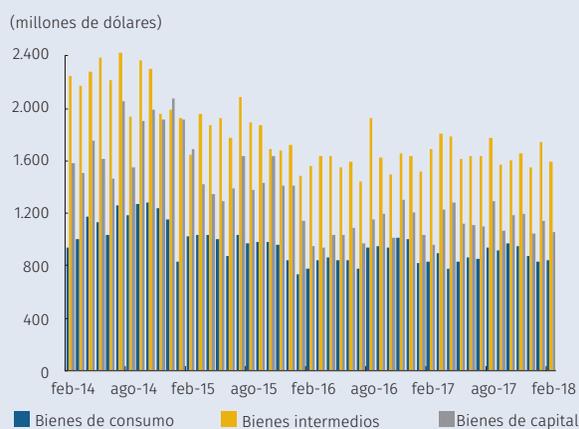
Cuadro B
Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para el primer bimestre de 2018 (FOB)

Grupo	Variación anual	Rubros con importantes contribuciones a la variación anual	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total exportaciones	13,9		
Bienes de origen minero	11,3	Carbón, lignítico y turba	30,4
		Petróleo crudo	7,9
		Alimentos, bebidas y tabaco sin café	46,2
		Productos químicos	23,9
Resto de exportaciones ^{a/} (No tradicionales)	24,9	Hacia resto de ALADI	32,2
		Hacia resto de destinos	25,9
		Hacia Ecuador	30,2
		Flores	12,8
Bienes de origen agrícola	5,4	Banano	17,8
		Café	-2,0
Total Importaciones	5,2		
Bienes de capital	10,4	Bienes de capital para la industria	12,1
		Equipo de transporte	12,3
Bienes intermedios	3,9	Materias primas para la industria	10,2
		Materias primas para la agricultura	-4,3
Bienes de consumo	1,4	Bienes durables	-3,6
		Bienes no durables	6,0

Nota: 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.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

1.2.2.2 Estimación para todo 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 en términos del PIB continuaría ajustándose en 2018. En el escenario más probable el déficit corriente para todo el año estaría alrededor de USD 10.605 m, correspondientes a 3,1% del PIB, en un rango entre 2,8% y 3,4% (Cuadro 1.3).

Cuadro 1.3
Balanza de pagos
Flujos anuales (millones de dólares)

	2013	2014	2015	2016 (pr)	2017 (pr)	2018 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	-12.504	-19.768	-18.586	-12.129	-10.359	-10.605
Porcentaje del PIB	-3,3	-5,2	-6,4	-4,3	-3,3	-3,1
A. Bienes y servicios	-3.160	-11.862	-18.255	-12.767	-8.878	-8.108
B. Ingreso primario (renta de los factores)	-14.230	-12.527	-5.761	-5.249	-8.167	-9.794
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	4.887	4.622	5.430	5.887	6.685	7.297
Cuenta financiera (A + B + C + D)	-11.739	-19.292	-18.263	-12.682	-9.694	-10.605
Porcentaje del PIB	-3,1	-5,1	-6,3	-4,5	-3,1	-3,1
A. Inversión directa (ii-i)	-8.557	-12.268	-7.518	-9.332	-10.828	-9.589
i. Extranjera en Colombia (IED)	16.209	16.167	11.736	13.849	14.518	13.583
ii. Colombiana en el exterior	7.652	3.899	4.218	4.517	3.690	3.993
B. Inversión de cartera	-7.438	-11.565	-10.283	-3.718	-1.577	107
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	-2.690	104	-877	202	2.166	-1.800
D. Activos de reserva	6.946	4.437	415	165	545	677
Errores y omisiones (E Y O)	765	476	323	-553	665	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.

Para todo 2018 se estima que el balance en el comercio de bienes continuaría siendo deficitario, pero menor al registrado en 2017, debido, en gran parte, a las mayores exportaciones de petróleo y de bienes industriales. El incremento de las ventas externas estaría impulsado en buena parte por el comportamiento del precio internacional del crudo y el efecto de la recuperación de la demanda externa sobre los bienes manufacturados colombianos.

En cuanto a las importaciones de bienes, se estima un crecimiento anual para todo 2018 cercano al 7%, continuando con la recuperación observada en 2017. Esto, como resultado de una mayor actividad económica prevista para 2018 que incentive las importaciones de todos los sectores

Para 2018 se estima un ajuste adicional del déficit en cuenta corriente al 3,1% del PIB.

en general, gracias a la apreciación del tipo de cambio observada en lo corrido del año.

Por concepto de renta factorial, se esperan mayores egresos netos en 2018, 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 espera una mejora de las utilidades de las empresas que operan en el resto de sectores, coherente con el mayor crecimiento esperado de la economía. A lo anterior se sumarían los mayores pagos por intereses de la deuda externa, debido al mayor nivel de deuda y al aumento de las tasas de interés externas.

El déficit de servicios se estima para 2018 en niveles superiores a los del año anterior. Por el lado de los egresos, estos aumentarían como resultado del mayor gasto por viajes de colombianos en el exterior, del incremento de los egresos por fletes y del crecimiento de los servicios técnicos petroleros. En tanto, los ingresos crecerían principalmente por los mayores ingresos de turismo, favorecidos por la mejora del crecimiento mundial.

Finalmente, se proyectan mayores ingresos netos por transferencias, particularmente debido al dinamismo observado en la economía mundial (véase la sección 1.1 de este capítulo).

En cuanto a los flujos de capital, para 2018 se prevé que la inversión directa continúe siendo el principal rubro de entradas de capital extranjero. Adicionalmente, se espera una mayor contratación de préstamos (desembolsos netos) con multilaterales y bancos del exterior, en contraste con las amortizaciones netas de 2017. En relación con las inversiones de cartera, el escenario central para 2018 supone una menor colocación de bonos por parte del sector público y que se mantenga el dinamismo de los extranjeros en el mercado de TES.

Recuadro 1

Un nuevo ejercicio de desagregación de las exportaciones reales

Miguel Arquez Abdala
José Franco Sepúlveda
Camilo Cárdenas Hurtado*

De acuerdo con lo presentado en el *Informe sobre Perspectivas de la Economía Mundial*¹ del Fondo Monetario Internacional, a lo largo del año pasado se dinamizó la demanda externa y se registraron incrementos significativos en los precios de los bienes básicos. Lo anterior, sumado a unas condiciones relativamente amplias de financiamiento externo, contribuyó al crecimiento de la mayoría de las economías de la región, en particular de aquellos países exportadores de materias primas. La economía colombiana no fue ajena a dicho contexto y, en consecuencia, sus cuentas de comercio exterior se vieron beneficiadas por las mejores condiciones del entorno global. Así, en el capítulo 1 y en versiones anteriores de este informe se comentó cómo gran parte de la corrección del nivel del déficit en la cuenta corriente obedeció, principalmente, a un incremento de los ingresos por cuenta de un mejor desempeño de las exportaciones en dólares, el cual compensó con creces el aumento de las importaciones.

En efecto, el aumento de las ventas al exterior en 2017 (19,1%, en dólares) fue resultado de incrementos de las exportaciones tradicionales (25%), de las no tradicionales (5,9%) y de servicios (8,5%). Las primeras se vieron beneficiadas por los mayores precios internacionales de los principales bienes básicos, en particular del petróleo y del carbón, mientras que las segundas y terceras fueron impulsadas por un mayor crecimiento de nuestros principales socios comerciales. Estas tendencias se han confirmado en lo corrido del año, y se espera que continúen en el mediano plazo. De hecho, los supuestos del contexto externo para 2018, implícitos en

los pronósticos de balanza de pagos y de crecimiento económico presentados en los capítulos 1 y 4 de este *Informe*, contemplan aumentos de los precios de los bienes básicos exportados por Colombia y expansiones de las economías de nuestros principales socios comerciales. Lo anterior permite prever una dinámica positiva para ambos rubros de las exportaciones en dólares, lo cual continuaría contribuyendo al cierre del déficit comercial en 2018.

A pesar del buen desempeño de las ventas al exterior en dólares, este no fue igualmente claro para las cuentas en pesos constantes. De acuerdo con la información de Cuentas Nacionales publicada por el DANE, en 2017 las exportaciones reales cayeron 0,6%, cifra que, si bien significó una recuperación con respecto al -1,2% de 2016, dista de los resultados observados para el caso de las exportaciones totales en dólares. Esto supone dos desafíos para el análisis y pronóstico de la dinámica del PIB. Primero, el DANE no desagrega las cifras de comercio de Cuentas Nacionales, de forma que no es posible identificar el origen del resultado de las exportaciones reales del año pasado. Segundo, a raíz de que el equipo técnico del Banco de la República supone que la mejoría del contexto externo actuaría como fuente de crecimiento económico en 2018, es importante entender los canales mediante los cuales dicha mejoría se traduzca en un impulso a las exportaciones en pesos constantes.

Dado lo anterior, en este recuadro se analiza el comportamiento reciente y los pronósticos de los principales componentes de las exportaciones en términos reales. La clasificación entre las exportaciones tradicionales y no tradicionales, medidas en pesos constantes, es relevante en la medida en que sus dinámicas tendrían implicaciones diferentes, pero complementarias, sobre el crecimiento del PIB de los sectores transables y sobre los encadenamientos productivos entre estos. Es importante señalar que los resultados aquí presentados son estimaciones propias de los autores, y no corresponden a cifras oficiales publicadas por el DANE, y que no es intención de los autores replicar exactamente la metodología de Cuentas Nacionales.

Utilizando la clasificación industrial internacional uniforme actualizada, revisión 3 (CIIU R.3 A.C.) para las exportaciones en dólares FOB publicadas por el DANE y la serie del promedio mensual de la tasa de cambio nominal del peso (COP) frente al dólar estadounidense (USD), se calcularon series históricas según producto de exportaciones en pesos corrientes. Posteriormente, para cada una se identificó un deflactor adecuado, recurriendo a las series del IPP (clasificación CIIU, revisión 4 con base diciembre de 2014) para cada uno de los bienes exportados. Para los casos particulares de petróleo y sus refinados, de café y de carbón, se utilizaron los precios implícitos como deflactor, calculados a partir de las series de valor exportado en pesos y las cantidades totales exportadas (en kilogramos netos) con clasificación CIIU R.3 A.C. Para los servicios, las series en dólares provienen de la balanza de pagos, y el deflactor utilizado es el IPC de servicios. El agregado corresponde a la suma de cada una de las

* Los autores son, en su orden, estudiantes en práctica y profesional especializado del Departamento de Programación Macroeconómica e Inflación. Las opiniones y resultados presentados en este recuadro no representan aquellos del Banco de la República ni de su Junta Directiva.

¹ Véase el *World Economic Outlook*, publicado por el Fondo Monetario Internacional en abril de 2018 (consultado en línea el 10 de mayo de 2018).

series calculadas de exportaciones reales por tipo de producto. El período de análisis va desde enero de 2007 hasta diciembre de 2017. Los resultados de este ejercicio sugieren una aproximación satisfactoria a la dinámica de la serie de exportaciones reales de las Cuentas Nacionales publicada por el DANE (Gráfico R1.1).

Gráfico R1.1
Exportaciones totales
(pesos constantes, variación anual series trimestrales)



Fuente DANE; cálculos de los autores.

Una contribución importante de este ejercicio es que permite analizar la dinámica de las exportaciones reales por grupos. Además de las tradicionales, no tradicionales, y servicios, siguiendo la nomenclatura CIIU R.3 A.C. se puede hacer una clasificación por tipo de bien de las ventas al exterior en pesos constantes. En principio, las exportaciones reales de bienes agrícolas corresponden a los productos de las cuentas CIIU R.3. A.C 011 a 050. Las de mineros, los bienes básicos de las cuentas 101 a 149. La categoría de “otros bienes exportados” corresponde a aquellos en las cuentas 00 y 401 a 930. El resto de bienes se clasifica dentro la categoría de exportaciones reales de bienes manufacturados (XM), en la cual se incluyen los productos en las cuentas 151 a 371. Allí se pueden distinguir algunos que pueden ser clasificados dentro de la categoría de bienes tradicionales, pero que han sido transformados o que son resultado de algún proceso industrial. Lo anterior permite crear dos subcategorías dentro de las exportaciones de bienes manufacturados: las exportaciones reales de bienes manufacturados tradicionales (XMT) y las exportaciones reales de bienes manufacturados no tradicionales (XMNT). Dentro de esta última se pueden distinguir, a su vez, tres grupos: el de bienes agroindustriales, el de bienes industriales y el resto. Las cuentas y la participación de cada una estas clasificaciones dentro del total de exportaciones reales se muestra en el Cuadro R1.1.

Cuadro R1.1
Agrupación de las exportaciones manufactureras según clasificación CIIU R.3 A.C y participación dentro del total exportado (bienes y servicios 2017)

Variación anual, exportaciones reales en pesos, ajustadas por estacionalidad		2014	2015	2016	2017	
Exportaciones totales	Exportaciones agrícolas (5,38%)	-1,14	2,54	5,25	3,49	
	Exportaciones mineras (38,75%)	10,08	-4,19	-10,24	2,49	
	Tradicionales (17,14%)	Elaboración de productos de café (cuenta 156) (7,04%)	13,50	14,99	3,38	-2,42
		Fabricación de productos de la refinación de Petroleo (cuenta 232) (4,6%)	-25,49	-14,94	83,91	-23,46
		Industrias básicas de hierro y acero (Cuenta 271) (1,37%)	-17,98	-3,78	-7,48	11,17
		Industrias Básicas de metales preciosos y metales no ferrosos (Cuenta 272) (4,13%)	-23,17	-23,77	17,94	13,84
		Exportaciones manufactureras agroindustriales (cuentas 151-155,157-160) (3,68%)	13,33	-12,80	-4,33	14,14
	No tradicionales (19,94%)	Exportaciones manufactureras industriales (cuentas 171-192, 210,231, 233 -269,273-361) (15,38%)	-4,60	-1,00	-7,00	1,84
		Resto de exportaciones manufactureras no tradicionales (cuentas 193-209,221-223,369,371) (0,88%)	-9,22	-2,29	-8,13	-0,92
	Otros (0,04%)	58,67	-49,29	-68,72	-25,61	
Servicios (18,75%)	5,39	36,93	9,18	-0,02		

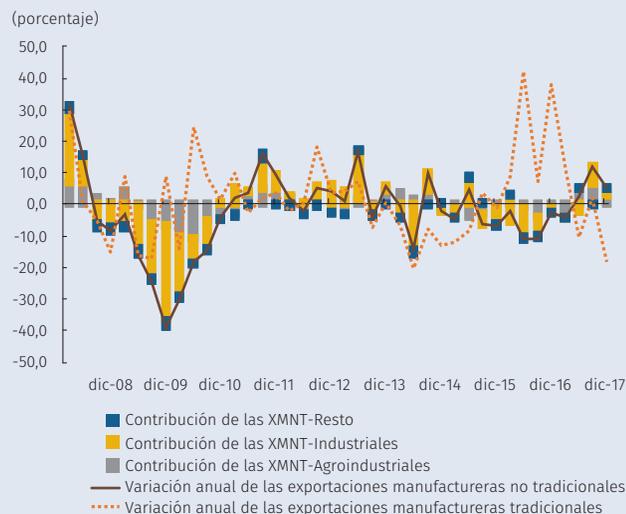
Fuente: DANE; cálculos de los autores.

Ahora bien, teniendo en cuenta que para 2018 el equipo técnico prevé un mayor crecimiento de nuestros principales socios comerciales, se torna de especial interés la dinámica de las XM reales, esto por cuanto su desempeño está relacionado estrechamente con el de la demanda externa. Además, según lo argumenta la teoría económica, las XM también pueden verse favorecidas (afectadas) por las ganancias (pérdidas) de competitividad resultantes de los episodios acumulados de depreciación (apreciación) del tipo de cambio (tanto nominal como real), como fue el caso del peso colombiano cuando se comparan los niveles de la tasa COP/USD frente a aquellos de mediados de 2014, período previo al choque a los términos de intercambio. Dicho lo anterior, cabe preguntarse cuál de los dos fenómenos tendría mayores efectos sobre el crecimiento de las XM en 2018.

La evidencia empírica sugiere que las XM en términos reales han perdido dinamismo durante la última década, lo que significó una reducción de su participación dentro del total de las exportaciones, al pasar de 53,8% en el primer trimestre de 2007, a 36,5% en el cuarto trimestre de 2017. Esto sucedió en un contexto donde el crecimiento de la economía mundial, y en particular el de las economías avanzadas, fue fuertemente golpeado por los efectos de la crisis financiera internacional de 2008, y tardó varios años en recuperarse. En efecto, entre el primer trimestre de 2008 y el último de 2010 las XM cayeron, en promedio, un -5,78% anual, principalmente por las XMNT (-9,71%). Es a partir del primer trimestre de 2011 que se observa una recuperación, aunque lenta, de las XM, auspiciada por mejorías tanto de las XMT como de las XMNT. Los crecimientos promedios desde 2011 para estos rubros fueron de 1,14%, 1,87% y 1,07%, respectivamente (Gráfico R1.2)

El análisis conjunto de las series de crecimiento de las XM, de la demanda externa y de la tasa de cambio real, muestra

Gráfico R1.2
Comportamiento exportaciones manufactureras no tradicionales desagregadas



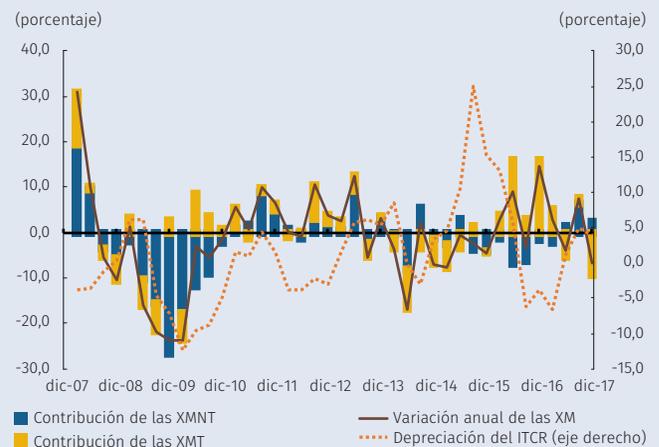
Fuente: DANE; cálculos de los autores.

resultados mixtos, incluso distintos a lo esperado. Por un lado, en trimestres recientes las XM no respondieron como se anticipaba a la depreciación real. Desde 2014 el índice de tasa de cambio real (ITCR) se depreció 22,1%, mientras que las XM apenas crecieron 4,1% (9,9% las XMT y una caída de 0,23% en las XMNT). Por otro lado, se puede observar que incrementos de las XM, XMT y XMNT están antecedidos por variaciones positivas del PIB de los socios comerciales (Gráfico R1.3).

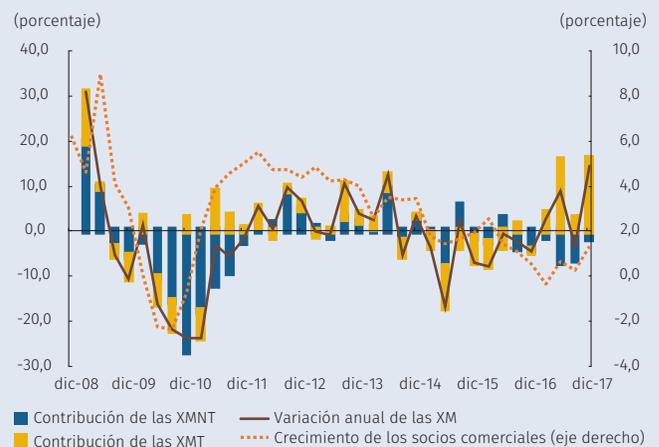
En efecto, un análisis de las dinámicas de estas variables con el uso de modelos de series de tiempo sugiere que variaciones positivas de la demanda externa tienen un mayor impacto sobre el crecimiento de las XM, XMT y XMNT que el que tendría una depreciación de la tasa de cambio real. Las variables entran en variaciones anuales (del logaritmo), y las pruebas de especificación de los modelos de vectores autorregresivos (VAR) sugieren un número de rezagos óptimos igual a 1. Adicionalmente, son estables y se cumple con el supuesto de normalidad de los residuales.

Gráfico R1.3

A. Exportaciones manufactureras y depreciación real



B. Exportaciones manufactureras y crecimiento de los socios comerciales



Fuentes: Bloomberg y DANE; cálculos de los autores.

El Gráfico R1.4 muestra las respuestas de las XM, XMT y las XMNT a choques positivos del crecimiento de los socios comerciales y a una depreciación real. En todos los casos las respuestas van en la dirección esperada, pero los resultados difieren en magnitud y en significancia estadística. En primer lugar, el choque de demanda externa parecer ser más importante para la dinámica de las XMNT que para la de las XMT. Pruebas de causalidad de Granger (no reportadas en este recuadro) muestran resultados significativos en la medida en que la demanda externa causa en sentido de Granger a los crecimientos de las XM, XMT y XMNT. En contraste, si bien el signo es el esperado, la respuesta de estas variables ante un choque de depreciación del ITCR no es significativo. Además, el mismo ejercicio sugiere que la ITCR no tiene efectos causales en sentido de Granger sobre el crecimiento de este tipo de exportaciones.

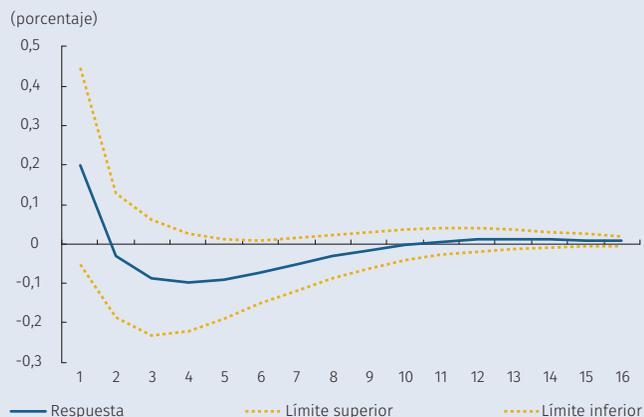
A manera de conclusión, en este recuadro se presenta un cálculo alternativo del nivel de las exportaciones reales. Con información de las cifras de exportaciones en dólares del DANE por tipo de bien, clasificación CIIU R.3. A.C, y aplicando deflatores apropiados para cada caso, se logra hacer una aproximación bastante satisfactoria a las cifras de exportaciones reales de las Cuentas Nacionales. Además de lo anterior, la metodología permite desagregar en detalle las exportaciones reales en sus principales componentes. Se presentan los resultados para las ventas al exterior de bienes tradicionales y de bienes manufacturados, y dentro de este último, de exportaciones de bienes manufacturados tradicionales, agroindustriales, industriales, y del resto.

Además, se presentan resultados de un ejercicio de series de tiempo que confirman la existencia de una relación positiva y significativa entre el crecimiento de los socios comerciales y el de las exportaciones manufactureras. También se confirma una relación positiva entre el crecimiento de las exportaciones manufactureras y la depreciación de la tasa de cambio real, aunque la respuesta en este caso es de menor magnitud.

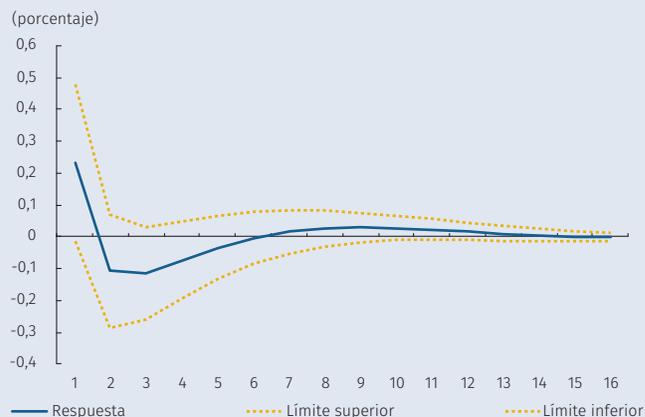
Gráfico R1.4

Funciones impulso respuesta de las exportaciones manufactureras frente a choques de 1% en el crecimiento de los socios comerciales y en el ITCR

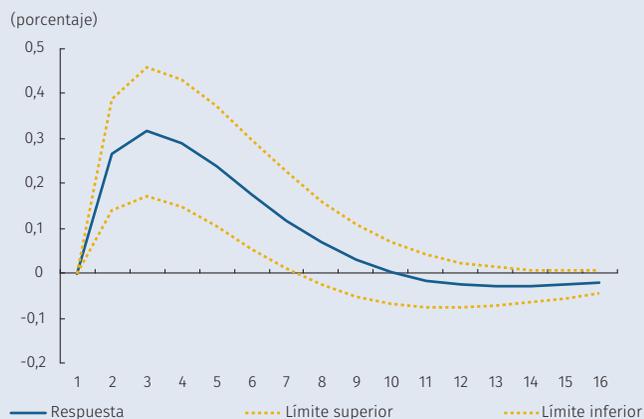
A. Respuesta de las exportaciones manufactureras tradicionales ante un choque en el crecimiento de los socios comerciales



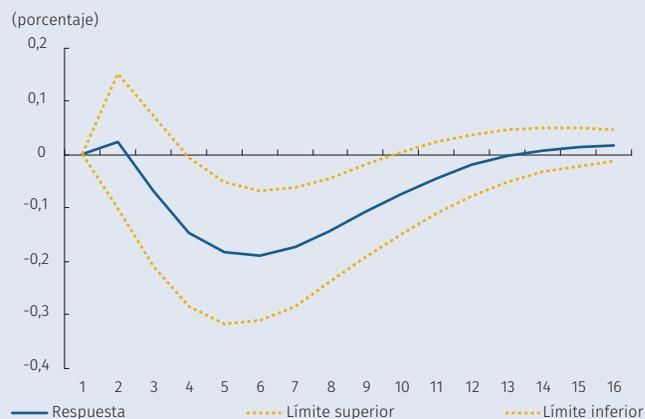
B. Respuesta de las exportaciones manufactureras tradicionales ante un choque en el índice de tipo de cambio real



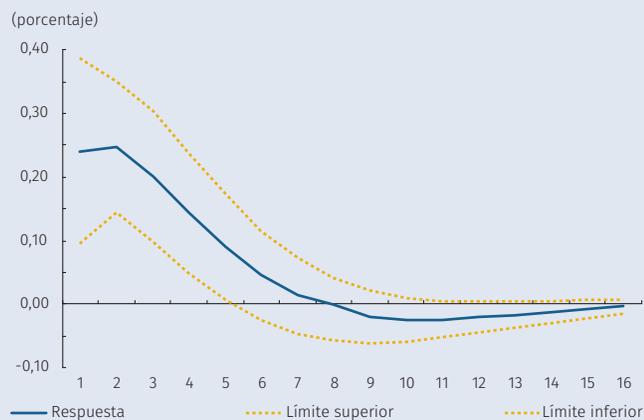
C. Respuesta de las exportaciones manufactureras no tradicionales ante un choque en el crecimiento de los socios comerciales



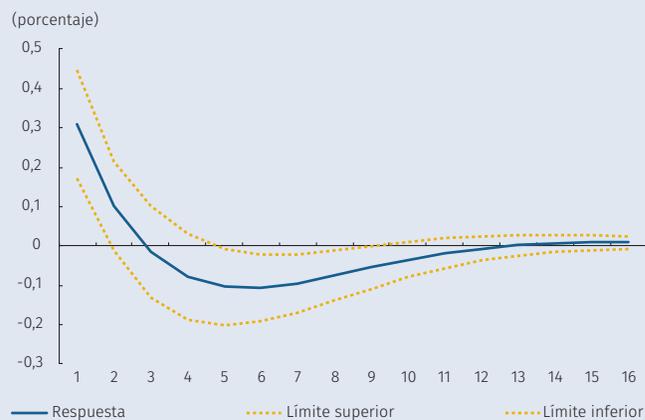
D. Respuesta de las exportaciones manufactureras no tradicionales ante un choque en el índice de tipo de cambio real



E. Respuesta de las exportaciones manufactureras totales ante un choque en el crecimiento de los socios comerciales



F. Respuesta de las exportaciones manufactureras totales ante un choque en el índice de tipo de cambio real



Fuente: cálculos de los autores.

02

Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo

En el cuarto trimestre la economía colombiana se expandió 1,6%, lo que implicó un crecimiento para todo el año de 1,8%. El resultado del año completo se dio en un contexto en el que la demanda interna se aceleró, principalmente debido a que la inversión dejó de contraerse.

Durante 2017 se destacó el dinamismo del sector agropecuario y los servicios financieros. Por el contrario, la minería y la industria manufacturera mostraron retrocesos.

La información disponible para el primer trimestre sugiere que la actividad económica habría mostrado un mejor desempeño frente al observado al cierre de 2017.

2.1 Comportamiento del PIB durante el cuarto trimestre de 2017 y todo 2017³

De acuerdo con las cifras de las Cuentas Nacionales publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el PIB registró una variación anual de 1,6% durante el cuarto trimestre de 2017 (Gráfico 2.1). Esta cifra se ubicó en la parte baja del intervalo de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 1,3% y 2,3%, con 1,8% como cifra más probable). El incremento entre trimestres fue de 0,3%, lo que en términos anualizados correspondió a un 1,1%. Para el año completo el crecimiento fue de 1,8% frente a

3 Al momento de realizar este *informe* el DANE no había modificado la base de Cuentas Nacionales.

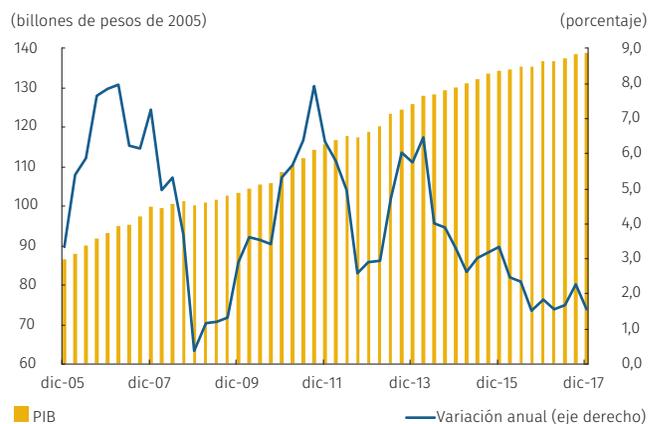
2016, lo que significó una leve desaceleración con respecto a lo registrado en dicho año (2,0%). Este resultado se dio en un contexto donde el consumo total tuvo un desempeño mediocre, aunque algo mejor que el de 2016, la inversión detuvo su caída y las cuentas de comercio exterior mostraron tasas de crecimiento casi nulas.

Es importante señalar que los resultados de crecimiento del PIB del primer al tercer trimestre de 2017 fueron revisados al alza por el DANE. En promedio, esta revisión fue alrededor del 0,4% para cada trimestre. A pesar de estas actualizaciones, las cifras aún sugieren que la desaceleración del PIB tocó fondo en el primer semestre de 2017, afín con lo reportado por el equipo técnico del Banco de la República en versiones anteriores de este informe. Sin embargo, durante el segundo semestre la economía continuó expandiéndose por debajo de lo que sería su tasa de crecimiento potencial.

La dinámica relativamente baja de la economía durante 2017 evidencia que esta ha continuado con el proceso de ajuste que se inició hace un par de años a raíz de la caída de los términos de intercambio. El crecimiento moderado del gasto y del cierre en el déficit en la cuenta corriente descrito en el capítulo 1 de este *Informe* apuntan en dicha dirección. No obstante, la aceleración en la segunda mitad del año también sugiere que dicho proceso ha avanzado de manera importante (el segundo semestre creció en promedio cerca del 2,0%, mientras que el primero lo hizo al 1,6%). Como se señala a continuación, la desaceleración en los últimos meses del año obedeció, en parte, a una base de comparación alta y a algunos choques de oferta, y en esta medida debería ser transitoria. Para todo el año la demanda interna se aceleró y registró una expansión de 1,6% frente a 2016 (período en el cual el incremento fue de apenas 0,5% anual, Cuadro 2.1), aunque esta tasa continuó siendo baja cuando se compara con su crecimiento promedio desde 2001 (4,6%). Al analizar cada uno de los rubros que la componen, el mejor desempeño de la absorción se dio, en su mayoría, porque la inversión no registró una caída. El consumo agregado, por su parte, se expandió a un ritmo algo mayor que el del año anterior. En este renglón, tanto el componente privado como el público crecieron por encima de lo observado un año atrás, aunque el aumento en el segundo caso fue mayor. A lo anterior se suma la leve caída de las exportaciones y el casi nulo dinamismo de las importaciones, ambas en pesos constantes. En conjunto, el nivel del déficit comercial medido en pesos constantes fue similar al registrado en 2016.

Al examinar con detalle las cuentas del PIB, en 2017 se observó de nuevo un desempeño pobre del consumo de los hogares, algo que puede atribuirse a los efectos acumulados del poco dinamismo del ingreso nacional, al incremento del IVA a comienzos de año y al cambio en los precios relativos debido a un abaratamiento de los bienes no transables en

Gráfico 2.1
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: Cuentas Nacionales base 2005, DANE; cálculos del Banco de la República.

La desaceleración del crecimiento en el cuarto trimestre sería transitoria.

Cuadro 2.1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2016	2017				2017
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Consumo total	1,7	2,0	2,3	2,9	1,6	2,2
Consumo de hogares	1,5	1,6	2,0	2,5	0,9	1,7
Bienes no durables	2,2	1,1	2,0	2,9	2,0	2,0
Bienes semidurables	0,8	-3,6	-3,3	-1,5	-1,0	-2,4
Bienes durables	-1,0	7,1	-1,7	6,7	-8,2	0,7
Servicios	2,6	2,7	2,6	1,9	1,1	2,1
Consumo final del Gobierno	2,4	3,8	3,5	4,4	4,2	4,0
Formación bruta de capital	-3,3	-0,9	0,7	-0,0	0,5	0,1
Formación bruta de capital fijo	-2,7	-1,7	1,5	0,3	0,3	0,1
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	6,0	1,9	-4,9	-2,2	3,4	-0,5
Maquinaria y equipo	-8,2	-0,9	4,3	6,7	4,5	3,6
Equipo de transporte	-31,3	-3,6	-2,1	-0,2	-13,1	-5,0
Construcción y edificaciones	6,4	-8,0	-8,2	-15,9	-13,1	-11,3
Obras civiles	-0,4	3,5	7,2	9,1	8,7	7,1
Servicios	-2,7	-3,1	1,4	0,9	4,2	0,8
Demanda interna	0,5	1,4	1,8	2,1	1,3	1,6
Exportaciones totales	-1,2	-5,9	2,6	5,0	-3,8	-0,6
Importaciones totales	-7,3	-1,1	4,4	1,9	-4,0	0,2
PIB	2,0	1,5	1,7	2,3	1,6	1,8

Fuente: Cuentas Nacionales base 2005, DANE; cálculos del Banco de la República.

relación con los transables (resultado de la depreciación acumulada del peso). Estos factores limitaron el crecimiento, sobre todo del consumo de bienes durables y semidurables. A ello se sumó una base alta de comparación hacia finales de 2016, en particular para el caso del consumo durable, todo lo cual hizo que ambos componentes mostraran los más bajos registros dentro del gasto de los hogares.

Por su parte, los crecimientos del consumo de bienes no durables y de servicios se desaceleraron en 2017, aunque en menor magnitud. Al respecto, la mayor oferta agropecuaria (tras la superación del fenómeno de El Niño) y su efecto sobre el descenso de los precios de los alimentos a lo largo del año, habría permitido que el consumo de bienes no durables no se desacelerara aún más frente al registro de 2016. Adicionalmente, el consumo de servicios se habría visto afectado, hacia finales del año, por los choques de oferta en el sector de transporte aéreo, lo que propició un menor crecimiento de este subcomponente durante el segundo semestre de 2017.

Con respecto al consumo público, su aceleración en 2017 fue el resultado, en gran medida, del buen nivel de ejecución del gasto por parte de los gobiernos regionales y locales, que habría más que compensado

el proceso gradual de ajuste del gasto por parte del Gobierno Nacional Central (GNC). En particular, para todo 2017 este renglón del PIB registró un crecimiento del 4,0%, el cual contrasta con el 2,4% de 2016 (Cuadro 2.1).

Para el caso de la formación bruta de capital fijo (FBCF), en 2017 se observó una expansión casi nula, de 0,1% frente a 2016. Las dinámicas de los componentes de este rubro fueron heterogéneas. Por un lado, las inversiones en obras civiles y en maquinaria y equipo registraron expansiones importantes; por otro, las realizadas en construcción de edificaciones y en equipo de transporte cayeron.

En principio, el buen crecimiento de la FBCF de obras civiles (7,1%) se relacionó con un incremento de los desembolsos por parte de los gobiernos regionales y locales para la ejecución de diferentes obras de ingeniería (estadios, parques, hospitales, etc.), así como con el aumento de las inversiones en actividades de exploración y explotación por parte de las firmas del sector petrolero. De acuerdo con las cifras del indicador de inversión en obras civiles del DANE, el gasto en carreteras, tanto de vías terciarias como de proyectos en el marco de cuarta generación (4G), no contribuyó significativamente a la expansión del PIB de 2017.

En contraste, la construcción de edificaciones retrocedió 11,3%. Esto fue consecuencia del mal comportamiento del sector no residencial, afectado, al parecer, por los excesos de oferta y el debilitamiento de la demanda de oficinas y locales comerciales, y en el de vivienda de ingresos altos. Para la inversión en equipo de transporte (-5,0%), la depreciación acumulada del tipo de cambio, el acervo acumulado de este tipo de capital, y la alta base de comparación hacia finales de 2016 contribuyeron a su mal desempeño.

Con respecto a las cuentas de comercio exterior, los resultados de exportaciones e importaciones reales de 2017 sugieren que la corrección del déficit comercial fue resultado de un incremento de los precios internacionales de las materias primas exportadas por el país (como se reportó en el capítulo 1 de este *Informe*), más que por una reducción del gasto en compras externas o un aumento de las ventas al exterior. En efecto, las tasas de crecimiento anual de 2017 para las exportaciones e importaciones en pesos constantes fueron -0,6% y 0,2%, en su orden. En el primer caso, este desempeño estuvo ligado con el débil comportamiento de las producciones de petróleo, carbón y café, principalmente. En el segundo, este comportamiento habría sido consistente con el de la formación bruta de capital intensiva en bienes de capital provenientes del exterior.

Por ramas de actividad, durante el cuarto trimestre se destacó el comportamiento de los servicios sociales, personales y comunales (3,7%) y de los servicios financieros (3,4%). Por el contrario, la industria (-1,4%) y transporte (-1,0%) mostraron retrocesos. Es importante señalar que el dinamismo de las obras civiles (8,7%) fue contrarrestado por la significativa caída del rubro de edificaciones (-12,4%), por lo que el agregado de construcción disminuyó un 0,6%.

La inversión en obras civiles y en maquinaria y equipo de transporte registró una expansión importante en 2017.

En contraste, la inversión en construcción de edificaciones retrocedió.

Para todo 2017 los sectores que más crecieron fueron la agricultura (4,9%) y los servicios financieros (3,8%). Por el contrario, la minería (-3,6%) fue la rama que mostró la mayor contracción, seguida de industria (-1,0%), construcción (-0,7%) y transporte (-0,1%) (Cuadro 2.2).

Cuadro 2.2
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

	2016	2017				2017
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	1,6	8,6	4,0	6,3	1,0	4,9
Explotación de minas y canteras	-7,0	-8,5	-4,9	-1,0	0,5	-3,6
Industria manufacturera	3,4	1,2	-3,1	-0,9	-1,4	-1,0
Electricidad, gas y agua	-0,8	-1,1	1,4	2,0	2,3	1,1
Construcción	4,5	-1,4	0,9	-1,8	-0,6	-0,7
Edificaciones	6,0	-7,1	-7,6	-14,7	-12,4	-10,4
Obras civiles	2,6	3,4	7,2	9,1	8,7	7,1
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2,6	0,4	1,9	2,2	0,3	1,2
Transporte, almacenamiento y comunicación	0,6	-0,6	0,8	0,5	-1,0	-0,1
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,4	3,9	3,9	4,0	3,4	3,8
Servicios sociales, comunales y personales	2,0	3,2	3,3	3,6	3,7	3,4
Subtotal valor agregado	2,2	1,4	1,4	2,0	1,3	1,5
Impuestos menos subsidios	0,6	2,5	3,9	5,2	3,9	3,9
PIB	2,0	1,5	1,7	2,3	1,6	1,8

Fuente: Cuentas Nacionales base 2005, DANE; cálculos del Banco de la República.

La agricultura mostró un comportamiento favorable luego de sufrir choques que afectaron la oferta agrícola, tales como el fenómeno de El Niño y el paro camionero durante buena parte de 2016. Dentro de esta rama de actividad se destacó el fuerte dinamismo de los otros productos agrícolas, el cual se explica tanto por el incremento de los cultivos transitorios (8,1%) como por los permanentes (8,9%). Adicionalmente, la producción pecuaria y caza creció 4,1% apoyada en las actividades relacionadas con leche, aves y huevos. En contraste, se observó una disminución de la producción de café de 1,7% anual, que según el gremio se explica por problemas en la recolección del grano hacia finales de año por un aumento en el nivel de lluvias.

Aunque los servicios financieros continuaron mostrando una expansión por encima del resto de sectores, se observó una desaceleración, al

pasar de 4,4% en 2016 a 3,8% en 2017. Teniendo en cuenta su alta participación en el PIB (21,2%), este sector siguió siendo uno de los que más aportó a la expansión de la economía. Dentro de esta actividad se destaca el crecimiento de la intermediación financiera (6,7%) y de las actividades inmobiliarias y de alquiler de vivienda (2,8%).

La industria manufacturera tuvo un pobre desempeño en 2017.

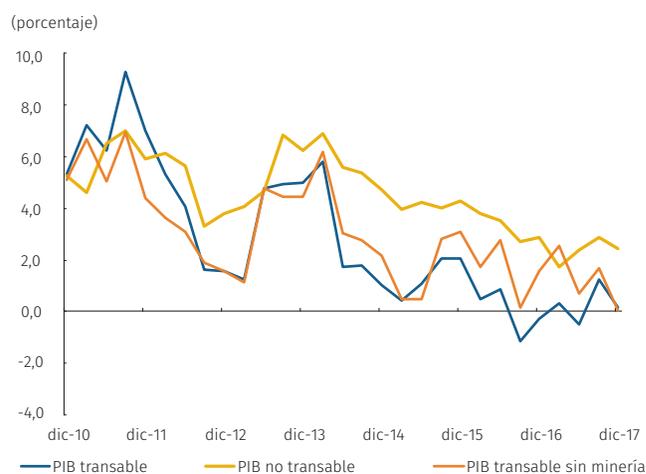
En contraste, la minería mostró una fuerte contracción en 2017 (-3,6%), luego de haber caído 7,0% un año atrás. Dentro de este rubro, tanto la producción de petróleo como la de carbón mostraron retrocesos que se explican por el proceso de ajuste que sufrió el sector luego de la caída de los precios internacionales de dichos productos y de la subsecuente disminución en los niveles de inversión mineroenergética. De hecho, se debe señalar cómo este sector pasó de crecer en promedio un 9,3% entre 2008 y 2013, a caer en promedio un 2,9% entre 2014 y 2017. No obstante, es importante mencionar que ya en el cuarto trimestre se observó un crecimiento positivo de 0,5%

La industria manufacturera total reportó un pobre desempeño durante 2017, al caer 1,0%. Al excluir refinación de petróleo, se contrajo 2,5%. Según la encuesta de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), los empresarios atribuyen este deterioro tanto a una baja demanda interna y externa, como al encarecimiento de los insumos de producción de carácter importado. Estos factores habrían contrarrestado el efecto positivo que debió tener la depreciación acumulada. Asimismo, aunque en los últimos años se han firmado varios tratados comerciales y se estimuló la búsqueda de nuevos mercados, en la actualidad existen limitaciones a la expansión de las ventas al exterior debido a la baja demanda externa y por las dificultades de las firmas para aprovechar una tasa de cambio competitiva.

Por último, como se mencionó, la construcción mostró un retroceso que obedece principalmente al deterioro de las edificaciones, lo cual contrarrestó el dinamismo de las obras civiles. Por otro lado, el PIB de transporte mostró una contracción de 0,1%. Es importante señalar que esta actividad se redujo un 1,0% en el cuarto trimestre, lo que se explica por el efecto negativo del paro laboral que afectó al transporte aéreo y que llevó a el PIB de este subsector se contrajera fuertemente (-5,5% en el cuarto trimestre).

En ese entorno, para 2017 el PIB de las actividades transables mostró una expansión de 0,5%, similar a la registrada un año atrás (0,4%). Sin embargo, al excluir la minería, el PIB de dichas actividades creció 1,3% (2,2% en 2016). Adicionalmente, el PIB de las ramas no transables también mostró una desaceleración de 3,1% en 2016 a 2,6% en 2017 (Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2
PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables (variación anual)



Fuente: Cuentas Nacionales base 2005, DANE; cálculos del Banco de la República.

2.2 Estimación del crecimiento del PIB del primer trimestre de 2018⁴

De acuerdo con el comportamiento de los indicadores coyunturales publicados recientemente, el crecimiento del PIB del primer trimestre de 2018 se habría acelerado frente a los registros del cuarto trimestre del año pasado y del agregado de 2017. Pese a esta recuperación, el ritmo anual de expansión de la economía continuaría siendo menor que aquel estimado como su potencial de largo plazo, con lo que la convergencia hacia esta tasa seguiría siendo paulatina. Cabe señalar que el pronóstico para el primer trimestre que se presenta en este *Informe* corrige los efectos calendario relacionados con la presencia de Semana Santa en marzo, y no en abril (como sucedió en 2017), los cuales inducen estacionalidad irregular y distorsionan el análisis de las series económicas. Adicionalmente, la cifra proyectada por el equipo técnico del Banco de la República supone que ya se habrían disipado por completo los efectos de la implementación del IVA en igual período del año pasado.

Durante los primeros tres meses del año, el entorno macroeconómico se caracterizó por un buen desempeño de los fundamentales del contexto internacional. Como se comentó en el capítulo 1 de este *Informe*, las economías avanzadas y las de nuestros principales socios comerciales han seguido reportando ritmos de expansión positivos y crecientes, lo cual se asocia con un mejor comportamiento de la demanda externa para Colombia. Asimismo, los precios internacionales de los principales bienes básicos exportados por el país registraron incrementos, lo que habría significado un impulso a los términos de intercambio y al ingreso nacional. En particular, el precio promedio del petróleo para el trimestre fue de USD 67,27 por barril; un 23% mayor que el nivel observado un año atrás. También, es relevante mencionar que los flujos de capital que entraron al país se mantuvieron elevados, incluso a pesar de los avances en el proceso de normalización de la política monetaria en países desarrollados, como los Estados Unidos.

En el ámbito interno se pueden destacar dos hechos que se hicieron presentes durante el primer trimestre del año y que apoyan el crecimiento interno: 1) la inflación continuó descendiendo y se ubicó, por primera vez en varios años, dentro del rango de +/- 1 puntos porcentuales (pp) cerca de la meta de largo plazo de 3,0%, y 2) una política monetaria favorable al crecimiento, con una tasa de interés de intervención y unas tasas de mercado ligeramente expansivas, que continuaron descendiendo y que, en la mayoría de los casos, se situaron por debajo de sus promedios históricos. La conjunción de ambos factores habría contribuido a que la demanda interna registrara un mejor dinamismo a comienzos de año que en trimestres anteriores.

El pronóstico de crecimiento para el primer trimestre de 2018 que se presenta en este Informe corrige los efectos de la presencia de la Semana Santa en marzo.

Durante el primer trimestre el contexto externo favoreció el crecimiento en Colombia.

⁴ Al momento de realizar este *informe* el DANE no había modificado la base de Cuentas Nacionales.

En este contexto, el PIB del primer trimestre de 2018 debería caracterizarse por una aceleración de la absorción, resultado de una recuperación de la inversión, principalmente. Las dinámicas observadas en el cuarto trimestre para los principales componentes de la FBCF fijo se habrían mantenido a comienzos de año. En consumo, la información disponible sugiere que el componente privado se aceleró, mientras que el público se habría expandido a un menor ritmo. Las cuentas de comercio exterior habrían mostrado comportamientos mixtos. Mientras las exportaciones reales habrían registrado incrementos satisfactorios, las importaciones se habrían quedado estancadas en un nivel similar al registrado un año atrás. En este sentido, el pronóstico de crecimiento del PIB del primer trimestre de 2018 supone una contribución positiva de la demanda externa.

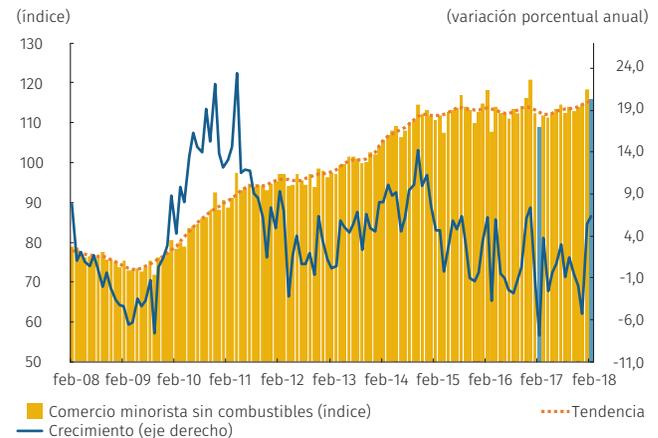
Diversos indicadores coyunturales de comienzos de año apoyan las predicciones anteriores en el consumo. Por ejemplo, en febrero el índice de ventas totales del comercio al por menor (sin combustibles), de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del DANE, registró un incremento del 6,4% frente al mismo mes de 2017 (Gráfico 2.3). Con ello, el bimestre enero-febrero creció 5,9%, cifra que contrasta de manera importante con el -3,0% del cuarto trimestre del año pasado. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 3,9% (Gráfico 2.4), lo cual también sugiere un mejor desempeño de este tipo de ventas, cuando se compara con los resultados del trimestre anterior (-0,5%).

Con respecto a las ventas de vehículos, el índice de estas ventas de la EMCM mostró una expansión anual del 12,2% en febrero y del 19,0% para el agregado del bimestre (Gráfico 2.5). Estos aumentos contrastan con la caída anual de 15,9% reportada durante el cuarto trimestre de 2017. Cabe señalar, sin embargo, que el mal desempeño del trimestre anterior ocurrió, en gran medida, por la alta base de comparación en igual período de 2016, cuando se celebró el XV Salón del Automóvil en Bogotá.

Otros indicadores auxiliares también permiten proyectar un mejor dinamismo del consumo privado para comienzos de año. El índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo

Gráfico 2.3

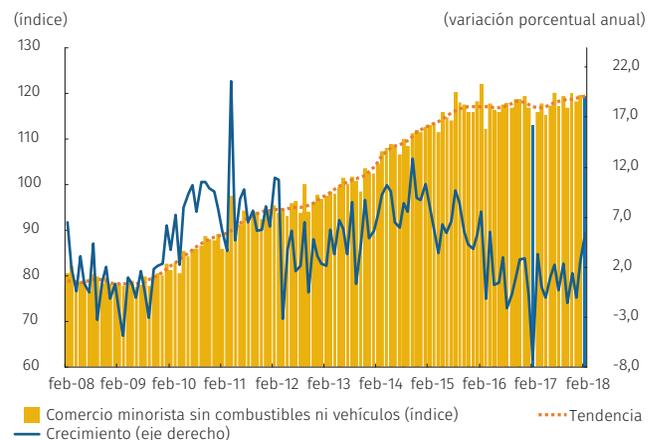
Encuesta mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.4

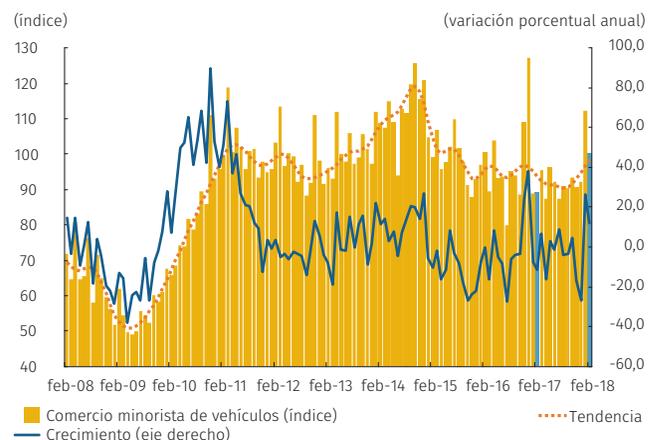
Encuesta mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles y sin vehículos automotores, desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.5

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



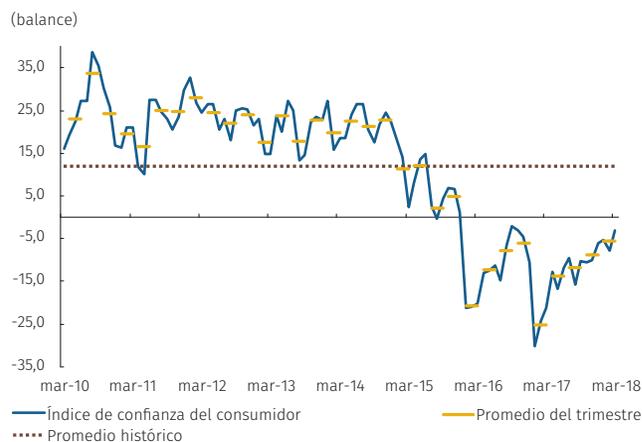
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

reportó mejorías durante los primeros tres meses del año frente a los registros de meses anteriores. En particular, el promedio del agregado del primer trimestre fue mayor que el del cuarto de 2017 y que el del agregado del año pasado. A pesar de ello, su nivel continúa en terreno negativo y por debajo del promedio calculado desde noviembre de 2001 (Gráfico 2.6). También, cabe señalar que la serie desestacionalizada del balance de ventas de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República sugiere un buen comportamiento del gasto de los hogares durante enero y febrero de 2018. A lo anterior se suma el hecho de que el comportamiento reciente del mercado laboral (véase sombreado pp. 41-42) ha mostrado resiliencia y su deterioro reciente podría no estar trasladándose aún al comportamiento del consumo privado.

La estimación del crecimiento de la formación bruta de capital del primer trimestre de 2018 contempla la información de las importaciones en dólares publicadas por el DANE y la DIAN (en ambos casos llevadas a pesos constantes). Los resultados de las cifras oficiales observadas en enero y febrero, junto con los datos preliminares de la DIAN a marzo, permiten pensar que la inversión distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles habría crecido a un mayor ritmo que el observado hacia finales del año pasado. Esta aceleración se explicaría sobre todo por el buen comportamiento del renglón de maquinaria y equipo (Gráfico 2.7, panel A), ya que el reportado para equipo de transporte se habría contraído en vista de la alta base de comparación en igual período del año pasado (Gráfico 2.7, panel B).

Dentro de la demanda interna, el agregado con desempeño menos favorable en el primer trimestre seguiría siendo el de la inversión en construcción, específicamente en la de edificación, para la cual se anticipa una nueva contracción. La actividad en este subsector habría seguido afectada por el menor número de proyectos iniciados en la segunda mitad de 2017, situación que no habría cambiado mucho los primeros meses del año, toda vez que los excesos de oferta en el segmento no residencial y de vivienda de ingresos altos se mantienen. En contraste, para las obras civiles se prevé un buen crecimiento, similar al registrado

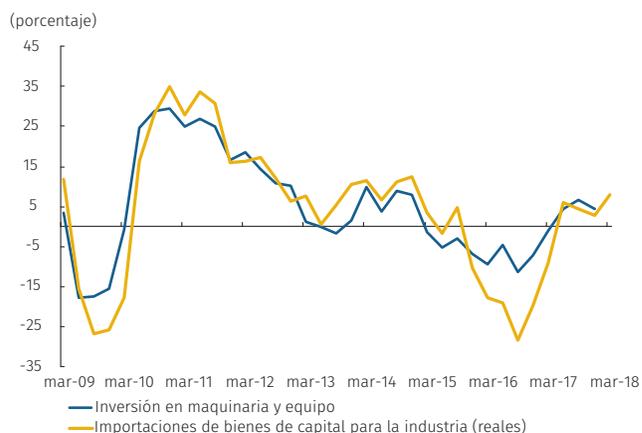
Gráfico 2.6
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



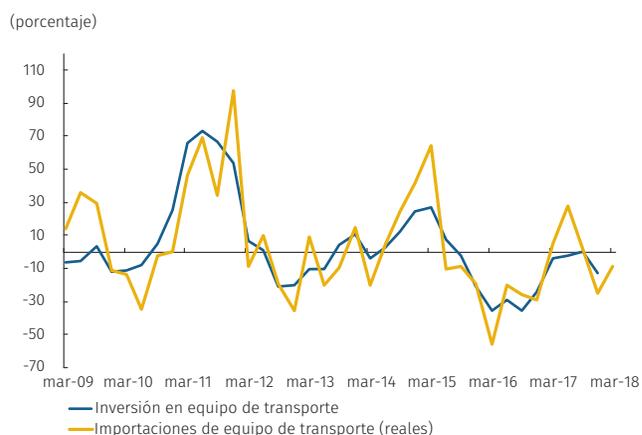
Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 2.7
Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF en maquinaria y equipo, equipo de transporte (variación anual)

A. Importaciones de bienes de capital para la industria y FBCF en maquinaria y equipo



B. Importaciones de equipo de transporte y FBCF en equipo de transporte



Nota: el dato de marzo corresponde a una proyección utilizando las cifras preliminares de la DIAN; cifras llevadas a términos reales mediante cálculos del Banco de la República. Fuentes: DANE (comercio exterior y Cuentas Nacionales) y DIAN; cálculos del Banco de la República.

Comportamiento del mercado laboral durante el primer trimestre de 2018

La tasa de desempleo (TD) siguió deteriorándose en el primer trimestre de 2018, tanto la del total nacional como la de las trece áreas metropolitanas más importantes, frente a lo observado en igual período de 2017 (Gráfico A). No obstante, cuando se examinan las series desestacionalizadas (trimestre móvil), el deterioro frente a lo observado a finales de 2017 fue poco: la TD nacional se ubicó en promedio en 9,5% entre enero y marzo y en 10,7% para las trece áreas, mismos valores registrados entre octubre y diciembre de 2017 (Gráfico B).

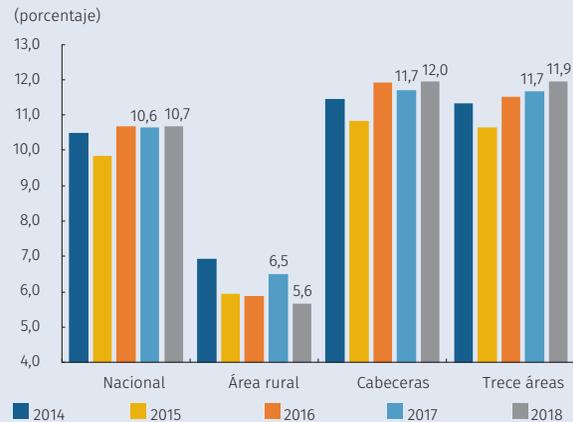
La estabilidad reciente de la TD en las trece áreas se explica por dinámicas similares de la tasa de ocupación (TO) y de la tasa global de participación (TGP) durante los últimos meses (Gráfico C). Sin embargo, durante el último año, tanto la TGP como la TO han caído significativamente, aunque esta última lo ha hecho en mayor medida.

En materia de empleo, las cifras desestacionalizadas de los últimos meses señalan que, en el margen, el número de ocupados ha aumentado para el agregado nacional, en tanto que en las trece áreas permanece estancado. Los incrementos en el empleo a nivel nacional obedecen principalmente a su dinámica reciente en las cabeceras diferentes a las trece áreas. Para el trimestre móvil terminado en marzo, el empleo registró un crecimiento anual de 0,4% en el total nacional y una reducción de 0,3% en las trece áreas (Gráfico D, paneles A y B). Con todo, es importante señalar que el empleo a nivel nacional ha crecido muy lentamente desde el primer semestre de 2016.

Los indicadores de calidad del empleo presentaron un leve deterioro durante el primer trimestre del año en las trece áreas. El número de trabajadores asalariados disminuyó marginalmente durante este período, mientras que el número de empleados formales¹ se mantuvo prácticamente estable. En este mismo

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

Gráfico A
Tasa de desempleo
(trimestre móvil enero-febrero-marzo)



Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico B
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH).

trimestre se registró un aumento del empleo no asalariado en el margen. En términos anuales, en el trimestre móvil terminado en marzo la tasa de crecimiento del empleo asalariado fue de 1,0%, en tanto que la del empleo no asalariado fue -1,9% (Gráfico E). Para el trimestre móvil terminado en febrero, el empleo formal e informal registraron reducciones anuales de 1,1% y 0,8%, respectivamente (Gráfico F).

La moderación en el deterioro de las condiciones del mercado laboral, sobre todo a nivel nacional, es consistente con la recuperación económica prevista para 2018. No obstante, la dinámica del empleo en las trece áreas continúa siendo débil, y la TD continúa aumentando en este dominio geográfico. Pese a ello, el mayor crecimiento pronosticado para este año debería contribuir a una mejor dinámica de los indicadores del mercado laboral.

Gráfico C
Tasa global de participación y tasa de ocupación (trece áreas, desestacionalizadas)



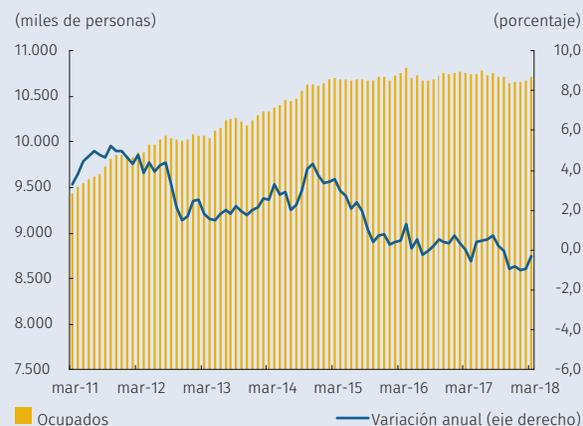
Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico D
Número de ocupados (desestacionalizados y variación anual)

A. Total nacional

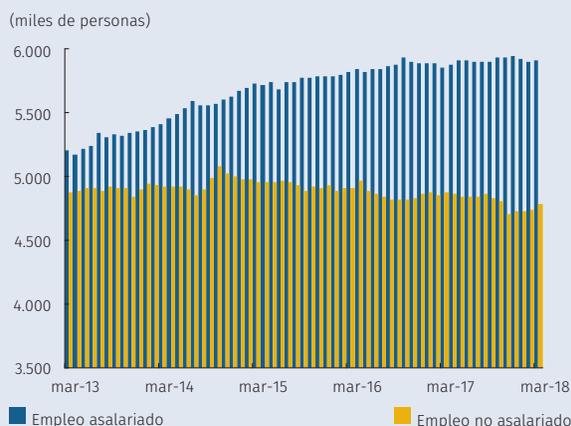


B. Trece principales áreas metropolitanas



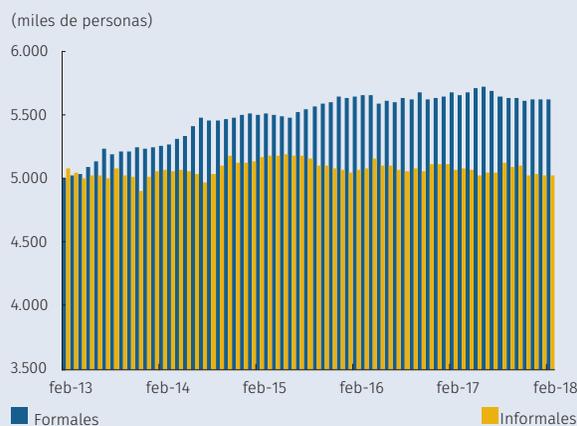
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

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.

en el trimestre anterior. Esto estaría relacionado con un buen nivel de ejecución de recursos para diferentes proyectos de infraestructura por parte de los gobiernos regionales y locales, principalmente. Aquellos para vías terciarias y para carreteras 4G contribuirían, aunque en menor medida.

Con respecto al pronóstico de las exportaciones e importaciones, que entran en el cálculo del PIB del primer trimestre que se presenta en este *Informe*, este se obtuvo a partir de los resultados de las cifras de comercio exterior en dólares publicadas por el DANE y que son llevadas a pesos reales teniendo en cuenta los diferentes deflatores apropiados. De acuerdo con dicha información, las exportaciones habrían registrado una tasa de crecimiento positiva a comienzos de año, no solo en lo referente a las exportaciones mineras (carbón y petróleo, principalmente) sino sobre todo en las exportaciones de bienes manufacturados y de servicios, en donde se habría observado un aumento significativo en consonancia con la aceleración y buen comportamiento de la demanda externa. Para las importaciones, su estancamiento habría estado relacionado con la contracción de equipo de transporte y de consumo durable, principalmente. Con ello, la demanda externa habría contribuido de manera positiva a la expansión del PIB durante el primer trimestre.

Por ramas de actividad, pese a que los indicadores disponibles sugieren un desempeño dispar de la actividad económica para el primer trimestre de 2018, las cifras también apuntan a una expansión del PIB mayor que la registrada en el último trimestre de 2017. Las noticias sobre el PIB del comercio, restaurantes y hoteles son favorables. Los sectores agropecuario y manufacturero presentan resultados mixtos. En contraste, para la minería se anticipa un desempeño poco satisfactorio.

En el primer caso, las cifras de ventas al por menor descritas apuntan a una aceleración de la actividad comercial a comienzos de año. Esta situación debe verse reforzada por un crecimiento importante en la actividad de hotelería y restaurantes, como lo sugieren diversos indicadores de turismo.

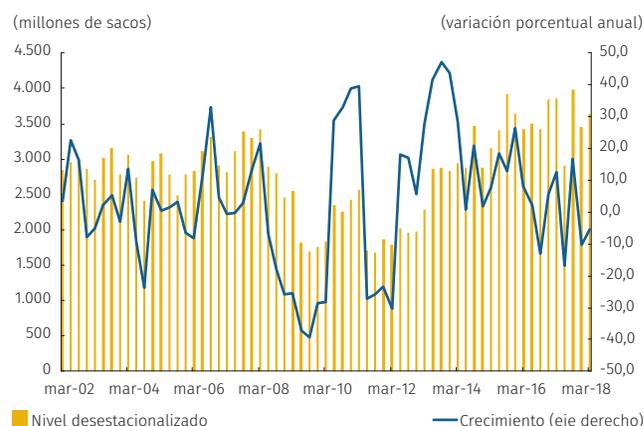
En lo que respecta al sector agropecuario, se espera que éste continúe su crecimiento moderado en el primer trimestre de 2018, el cual se sustenta sobre todo en un buen comportamiento del subsector de animales vivos y productos animales, que habría continuado creciendo a tasas superiores a su promedio histórico. El dinamismo en este sector contrarrestaría el mal desempeño que se espera en el PIB cafetero, pues, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, la producción del grano mostró una caída de 5,5% en este período, en parte debido a los efectos de la ola invernal de finales del año anterior. Dicho decrecimiento, no obstante, no representó una reducción en la producción desestacionalizada en términos trimestrales (Gráfico 2.8).

La industria manufacturera, que mostró caídas a lo largo de buena parte de 2017, ha crecido lentamente en los primeros meses de 2018. Según la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, la producción total sectorial creció 1,5% en febrero. Al excluir refinación, el resto del sector se expandió 0,8%. Pese a ello, el componente tendencial de ambas series revela aún un débil comportamiento al comienzo del año para esta actividad (Gráfico 2.9).

La *Encuesta de opinión empresarial* de Fedesarrollo para el sector industrial también permite prever una aceleración, aunque a ritmo moderado, en esta actividad. Con información a enero y febrero, se observaron mejoras adicionales tanto en el indicador de pedidos como en el de expectativas de producción a tres meses. Así mismo, el indicador de existencias (contracíclico) disminuyó frente a su valor un trimestre atrás. Además, la confianza de los empresarios del sector manufacturero mejoró durante los primeros dos meses del año.

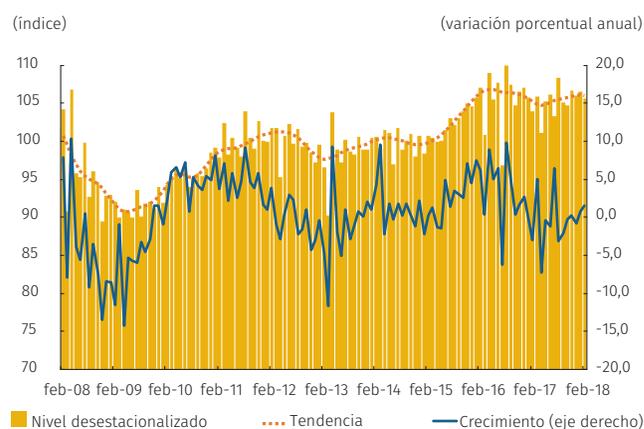
Es importante advertir que la Semana Santa de 2018 se situó en marzo, mientras que en 2017 lo hizo en abril. Esto significa que dicho mes tuvo menos días hábiles en 2018 que en el año anterior, lo cual puede afectar el crecimiento anual en marzo. De esta manera, si bien se espera una aceleración en el crecimiento anual del PIB sectorial del primer trimestre, esta sería leve con una tasa de expansión aun modesta.

Gráfico 2.8
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



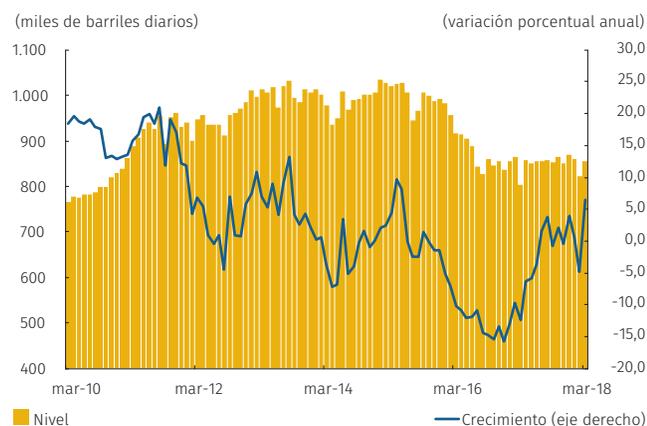
Fuente: Federación Nacional de Cafeteros; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.9
Producción industrial real total
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.10
Producción de petróleo
(mensual y crecimiento anual)



Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH); cálculos del Banco de la República.

Con respecto a la minería, para el primer trimestre se anticipa una expansión baja y similar a la de finales de 2017, sustentada en el escaso crecimiento de la producción de crudo: 0,8% durante el primer trimestre del año. De hecho, en términos trimestrales dicha producción presentó un retroceso significativo, al ser de 846,6 millones de barriles diarios (mbd) respecto a 861,7 mbd el último trimestre de 2017 (Gráfico 2.10). Lo anterior obedece, en gran medida, a los problemas de orden público que afectaron el funcionamiento de los oleoductos durante el mes de febrero, especialmente.

Por otra parte, el sector de transporte aún se ve afectado por las consecuencias del paro laboral en el sector aéreo del segundo semestre de 2017. De acuerdo con datos de la Aeronáutica Civil, durante

el bimestre enero-febrero el número total de pasajeros transportados por aire disminuyó 0,4% con respecto al mismo período de 2017, en especial por la caída de 4,4% en los pasajeros nacionales. Los pasajeros internacionales, por el contrario, crecieron de manera importante (7,4%), lo que apunta a una actividad turística en aumento, que además debió repercutir positivamente en el comportamiento de otros sectores, como el de hotelería.

El equipo técnico estima que el crecimiento que el crecimiento del PIB del primer trimestre se habría situado entre 1,8% y 2,8%, con 2,3% como cifra más probable.

En cuanto a la construcción, la información disponible no permite esperar un gran dinamismo para el sector en su conjunto. Para el primer bimestre la producción y los despachos de cemento cayeron 3,3% y 2,8% anual, respectivamente. Dichos crecimientos fueron -1,7% y -0,6% durante el último trimestre de 2017. Por otro lado, las licencias de construcción presentaron una disminución anual de 12,0% en febrero, con lo que el año corrido muestra una caída de 3,6% que, sin embargo, implica una mejoría frente a un trimestre atrás (-17,2%). Finalmente, las estadísticas de concreto muestran que en el inicio de 2018 persistiría el deterioro en la producción de este material para edificaciones.

Con las cifras anteriores, el equipo técnico estima que el crecimiento del PIB para el primer trimestre de 2018 se habría situado entre 1,8% y 2,8%, con 2,3% 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. Cabe señalar que en esta oportunidad los pronósticos enfrentan un margen de error importante, toda vez que en los próximos meses el DANE puede estar revisando a fondo las series históricas del PIB y el peso de sus diferentes componentes, acorde con la presentación de una nueva base para las Cuentas Nacionales.

03

Desarrollos recientes de la inflación

La inflación anual al consumidor presentó un descenso significativo en el primer trimestre de 2018 y se situó cerca de la meta de inflación de largo plazo (3,0%).

La inflación básica también cayó de manera apreciable en este período.

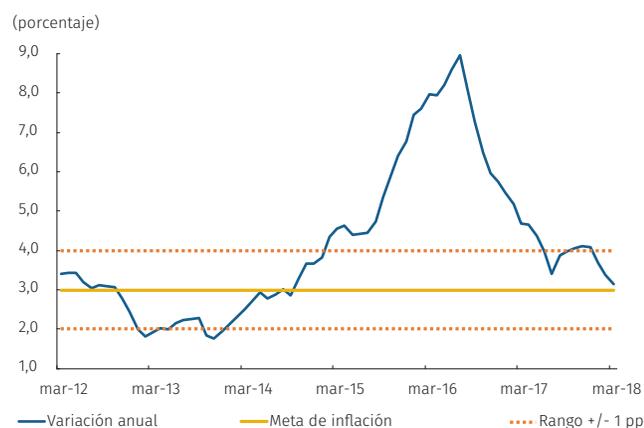
El buen desempeño de la inflación anual en estos meses se explica, en parte, por la desaparición del choque asociado con el aumento de los impuestos indirectos a comienzos del año pasado y por una oferta de alimentos que aún es amplia.

Sin embargo, otros factores que han limitado los aumentos de precios a comienzos del año han sido la apreciación del peso y una demanda interna todavía débil.

La inflación anual al consumidor presentó un descenso importante durante el primer trimestre de 2018 y se situó en marzo en 3,14%, el menor nivel observado desde septiembre de 2014. De esta manera, la inflación retornó al rango del 2% al 4% y se encuentra muy cerca de la meta de inflación de largo plazo del 3,0% establecida por la JDBR (Gráfico 3.1 y Cuadro 3.1). Aunque en los informes anteriores se anticipaba una caída de la inflación anual para los primeros meses de este año, los resultados de marzo fueron significativamente menores a lo previsto.

La convergencia de la inflación a la meta de largo plazo debe contribuir a anclar las expectativas y a reducir la inercia inflacionaria. Estas dos variables tendieron a

Gráfico 3.1
Índice de precios al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

aumentar en los años anteriores, cuando la inflación superó de manera significativa su meta. Unas expectativas e inercia menores deben facilitar la conducción de la política monetaria futura.

Varios factores explican la importante reducción de la inflación anual en los primeros tres meses, gran parte de los cuales fueron identificados en informes anteriores. Quizá el más importante tiene que ver con la desaparición del efecto que tuvo el aumento del impuesto al valor agregado (IVA) y otros impuestos indirectos efectuados a comienzos del año pasado con la entrada en vigencia de la más reciente reforma tributaria. Dicho efecto, de carácter transitorio, se estimó en su momento alrededor de 50 a 60 pb sobre la inflación anual.

Otro factor importante que ha ejercido presiones a la baja sobre la inflación ha sido la apreciación del peso desde mediados de 2016. En este caso, las presiones a la baja se han manifestado sobre todo en los precios de los bienes y servicios transables, como se esperaba, y han permitido contrarrestar los efectos alcistas originados en los aumentos del precio internacional del petróleo y de otras materias primas importadas.

Cuadro 3.1
Indicadores de inflación al consumidor
(a marzo de 2018)

Descripción	Ponderación	Mar-17	Jun-17	Sep-17	Díc-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18
Total	100,00	4,69	3,99	3,97	4,09	3,68	3,37	3,14
Sin alimentos	71,79	5,13	5,12	4,71	5,01	4,61	4,40	4,05
Transables	26,00	5,59	4,41	3,41	3,79	3,16	2,50	1,80
No transables	30,52	5,33	5,21	5,21	5,49	5,37	4,95	4,76
Regulados	15,26	4,05	6,01	5,68	5,86	5,27	6,14	6,01
Alimentos	28,21	3,65	1,37	2,22	1,92	1,49	0,94	0,98
Perecederos	3,88	-13,09	-14,72	-0,32	5,84	6,50	5,86	7,13
Procesados	16,26	6,28	3,29	0,84	-0,91	-1,27	-1,81	-2,01
Comidas fuera del hogar	8,07	8,94	7,62	6,01	5,21	4,05	3,51	3,32
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		5,13	5,12	4,71	5,01	4,61	4,40	4,05
Núcleo 20		6,01	5,31	4,87	4,87	4,72	4,27	4,04
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		5,61	5,07	4,31	4,02	3,68	3,26	2,99
Inflación sin alimentos ni regulados		5,44	4,87	4,44	4,76	4,42	3,91	3,49
Promedio de todos los indicadores		5,55	5,09	4,58	4,66	4,36	3,96	3,64

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A los anteriores factores se suma la debilidad de la demanda y la persistencia de excesos de capacidad productiva, lo cual habría seguido limitando las alzas de un amplio conjunto de precios, incluidos los del grupo no transables. Esto habría sucedido pese a una aceleración en el ritmo de crecimiento previsto para la demanda agregada y el PIB a comienzos de este año, según se discute en el capítulo 2 de este *Informe*, pues este seguiría siendo modesto, comparado con el crecimiento potencial de la economía.

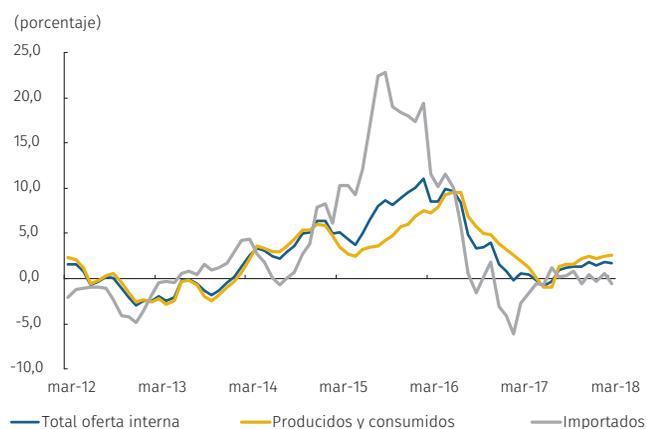
El comportamiento de la oferta agropecuaria fue favorable para esta época del año, lo que ha permitido que los precios de los alimentos perecederos aumenten de manera moderada. Unas condiciones climáticas muy adecuadas, la debilidad de la demanda y la apreciación

del peso también habrían contribuido a mantener una inflación de alimentos muy baja, como se señala más adelante.

Los costos no labores también han generado escasas presiones inflacionarias. Esto se desprende del comportamiento del índice de precios al productor (IPP) de oferta interna (IPP importado más IPP de producidos y consumidos internamente), cuya variación anual en marzo siguió siendo muy baja (de 1,65% frente a 1,85% en diciembre de 2017) (Gráfico 3.2). Esto obedeció principalmente al comportamiento del IPP de importados, cuya variación anual en marzo se situó en terreno negativo (-0,56%) y por debajo de la de diciembre (0,38%), en buena parte, gracias a la apreciación del peso. El segmento de los precios locales al productor tendió a subir entre diciembre (2,50%) y marzo (2,61%).

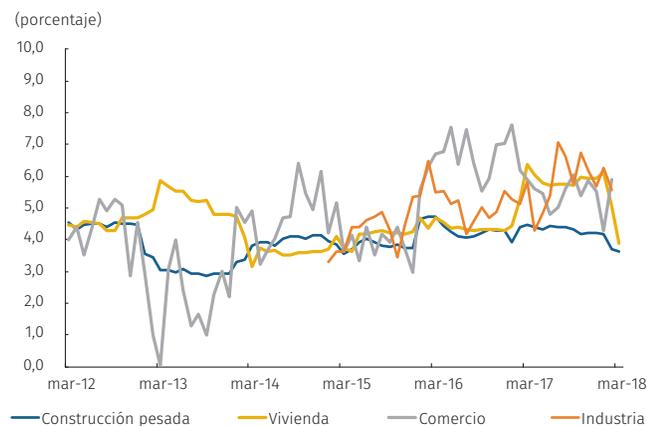
Los costos laborales continuaron presentando comportamientos mixtos y se vienen ajustando a tasas por encima de la meta de inflación en lo corrido del año. El cambio anual de los salarios del comercio aumentó entre diciembre (5,5%) y febrero (5,9%), mientras que los de la industria (5,6%) no presentaron cambios de importancia en este mismo lapso. Por su parte, los ajustes salariales en la construcción de vivienda en marzo (3,9%) cayeron con respecto a diciembre (5,9%), al igual que lo hicieron los de la construcción pesada, que pasaron de 4,20% en diciembre a 3,64% en marzo. Dada la actual holgura del mercado laboral, no se esperan presiones alcistas sobre los salarios en los próximos meses (Gráfico 3.3).

Gráfico 3.2
IPP por procedencia
(variación anual)



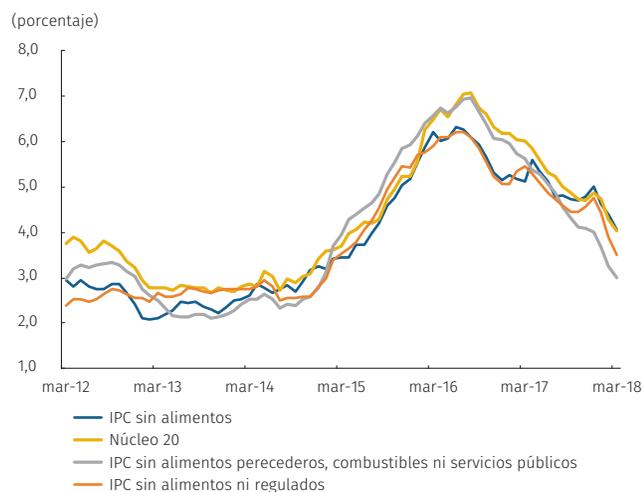
Fuente: DANE.

Gráfico 3.3
Salarios nominales
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.4
Indicadores de inflación básica
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

3.1 La inflación básica

La inflación básica también se redujo de manera significativa en el primer trimestre de 2018 y en una magnitud mayor que la esperada en el anterior *Informe sobre Inflación*. Así, la inflación básica retomó la senda decreciente que traía desde mediados de 2016 y que se interrumpió brevemente a finales del año pasado debido a algunos choques de oferta transitorios y por alzas en los precios de los regulados.

El promedio de los cuatro indicadores monitoreados regularmente por el Banco de la República se situó en marzo en 3,64%, cerca de 1 pp menos que el registro de diciembre de 2017 (Cuadro 3.1). Cabe señalar que desde mayo de 2015 este promedio no se situaba por debajo del 4%.

Al analizar diversos indicadores, encontramos varios hechos por destacar (Gráfico 3.4). El primero es que el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos, que viene cayendo sin interrupción desde septiembre de 2016, en marzo (2,99%) se situó prácticamente en la meta de largo plazo (3,0%). El segundo, es que el resto de indicadores repuntaron a finales del año pasado, pero vienen cayendo sin interrupción en lo corrido del año, siendo el IPC sin alimentos ni regulados el que más se redujo entre diciembre (4,76%) y marzo (3,49%). El tercer hecho es que solo dos indicadores de inflación básica permanecen cerca del límite de 4,0%: el IPC sin alimentos (4,05%) y el núcleo 20 (4,04%).

El descenso en todos los indicadores de inflación básica durante el primer trimestre de este año guarda estrecha relación con una demanda débil, la cual viene desestimulando ajustes en los precios, con la reciente apreciación del tipo de cambio, que a su vez reduce los costos de producción, como lo sugiere el bajo nivel de la inflación al productor (1,65%), y con la disolución del choque alcista por el incremento de los impuestos indirectos a comienzos de 2017.

Con respecto al IPC sin alimentos, su descenso en lo corrido del año ha sido liderado por el componente transable y, en menor medida, por el de no transables. El IPC de regulados es la única sub-canasta que generó presiones alcistas en este período.

El IPC transable (sin alimentos ni regulados) se redujo considerablemente y en una proporción mayor que la anticipada entre diciembre (3,79%) y marzo (1,80%) (Cuadro 3.1, Gráfico 3.5). Un factor muy importante que explica esta tendencia corresponde a la desaparición del efecto del aumento del IVA y otros impuestos indirectos, toda vez que esta sub-canasta fue la más afectada por la reforma tributaria que entró en vigencia el año pasado. Se estima que dicha reforma impactó al

alza, transitoriamente, la variación anual del IPC de transables (sin alimentos ni regulados) en algo más de 100 pb (suponiendo ausencia de otras presiones), efecto que en gran parte se ha diluido a comienzos de 2018. Un segundo factor ha sido la apreciación reciente del peso frente al dólar. La relativa estabilidad del tipo de cambio en la segunda mitad del año pasado permitía prever pocas presiones sobre los precios transables a comienzos del presente año, con un descenso en la variación anual del IPC correspondiente; sin embargo, la apreciación observada en el primer trimestre habría reforzado esta tendencia. Finalmente, la debilidad de la demanda interna también habría desempeñado un papel en el menor ritmo de ajuste de estos precios.

Un descenso también significativo, aunque de menor magnitud y más acorde con lo esperado, fue el de la variación anual del IPC de no transables: de 5,49% en diciembre a 4,76% en marzo. Estos cambios se dan después de un período de gran estabilidad en el comportamiento de este indicador a

lo largo de casi todo 2017 en niveles algo superiores al 5,0%, que denotaban todavía una relativamente alta indexación e inercia inflacionaria. En el corrido de 2018 estos dos factores siguen presentes, como lo sugieren los altos ajustes que persisten en rubros como el de educación y salud (que se agregan en el grupo de “indexados” con 6,10% en marzo frente a 6,96% en diciembre) (Cuadro 3.1, Gráfico 3.5). Sin embargo, pueden haberse empezado a atenuar un poco, ayudados por el descenso de la inflación total y por las escasas presiones de demanda, como lo sugiere la disminución de los ajustes en los arriendos (de 4,28% a 3,91% entre diciembre y marzo), el más fuerte en muchos trimestres.

La caída en la variación anual de no transables en estos meses también fue posible por la reversión del choque de impuestos indirectos, aunque en esta sub-canasta la contribución de este factor fue menor que en el caso de transables. Adicionalmente, como se esperaba, se revirtió buena parte del choque alcista de finales del año pasado, asociado con los aumentos en los precios de las boletas de fútbol. Esto último se reflejó en el descenso de la variación anual del grupo denominado “resto” dentro de no transables (Gráfico 3.6).

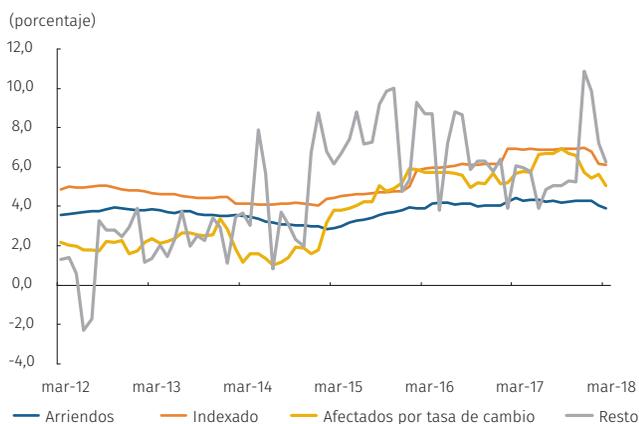
De todas maneras, el aumento del salario mínimo en cerca del 6,0% para este año puede también haber inducido ajustes altos frente a la meta en servicios no transables como educación y salud, entre otros. La apreciación, por su parte, también ejerció algunas presiones a la baja en esta sub-canasta (Gráfico 3.6).

Gráfico 3.5
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.6
IPC de no transables, sin alimentos ni regulados (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A diferencia de lo sucedido con los componentes transable y no transable del IPC (excluyendo alimentos), el ajuste del grupo de regulados aumentó en el primer trimestre (de 5,86% en diciembre a 6,01% en marzo), algo que se preveía. Este incremento se siguió presentando en medio de una alta volatilidad en los diferentes precios que integran esta canasta, lo que dificulta su pronóstico y la identificación de causas y tendencias (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.7).

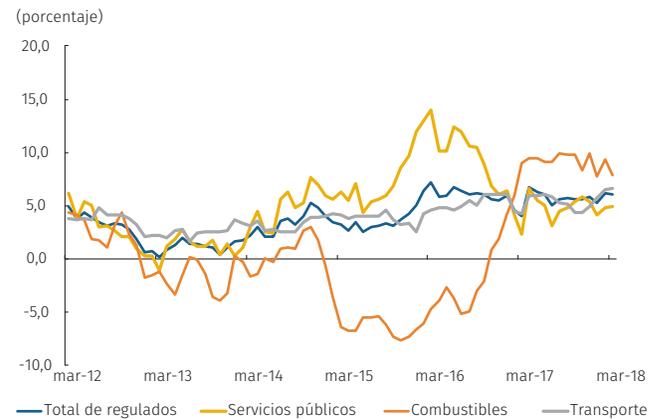
En esta oportunidad el incremento en la variación anual del IPC de regulados se concentró en el segmento de servicios de transporte urbano (de 4,92% en diciembre a 6,63% en marzo). Gran parte de este repunte es consecuencia del ajuste en las tarifas del transporte masivo en Bogotá (Transmilenio y SITP) a partir de febrero. Por su parte, el ajuste anual de combustibles retrocedió de 9,94% en diciembre a 7,86% en marzo, lo cual se puede atribuir a la apreciación del peso, que estaría compensado el aumento en los precios internacionales de los combustibles de los últimos trimestres. A ello se suma la desaparición del efecto alcista del impuesto verde al carbono (de 135 pesos por galón de gasolina), el cual se hizo efectivo a comienzos del año pasado una vez aprobada la reforma tributaria más reciente.

3.2 Inflación de alimentos

Contrario a lo esperado, la inflación anual de alimentos continuó disminuyendo en los primeros meses del año y se situó en marzo en 0,98% frente a 1,92% un trimestre atrás (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.8). De esta forma, el indicador retomó la tendencia decreciente de más de siete trimestres, interrumpida entre julio y noviembre de 2017 por el efecto de una baja base de comparación estadística, más que por escasez en la oferta de alimentos.

Como se ha señalado en los informes anteriores, la tendencia decreciente de este indicador hasta mediados del año pasado respondía a la recuperación de la producción de los alimentos primarios y otros semiprocesados, después de los choques climáticos ocasionados por el fenómeno de El Niño. Ello ha permitido una alta disponibilidad de estos productos en las centrales de abasto del país, la cual quizá no ha sido incorporada a cabalidad en los modelos del equipo técnico del Banco de la República y del mercado, por lo cual se ha subestimado la caída de la variación anual de estos precios. Pero también en los últimos meses, un factor como la apreciación del peso está ejerciendo presiones

Gráfico 3.7
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.8
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

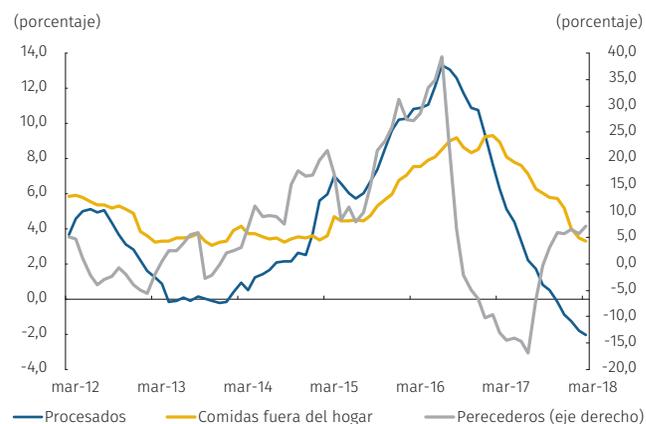
a la baja, más allá de las esperadas, en los precios de alimentos procesados y de origen importado. La apreciación estaría compensando el aumento de algunos precios de productos o materias primas agrícolas importadas.

Así, durante el primer trimestre se destacó el comportamiento bajista de las sub-canastas de alimentos procesados, cuya variación anual se hizo aún más negativa entre diciembre (-0,91%) y marzo (-2,01%). También, los ajustes anuales en las comidas fuera del hogar vienen contribuyendo a la menor inflación de alimentos, al caer de 5,21% en diciembre a 3,32% en marzo, algo que guarda relación con las menores presiones en costos, aunque tampoco se descarta que la debilidad de la demanda interna haya desempeñado algún papel (Gráfico 3.9).

Los únicos alimentos que presionaron la inflación anual al alza en los últimos tres meses fueron los perecederos, cuyo crecimiento anual viene aumentando lentamente desde mediados del año pasado, aunque esta tendencia se aceleró en marzo (7,13%). Esta presión alcista en los perecederos se explica especialmente por una base de comparación estadística muy baja de comienzos de 2017 y por aumentos en algunos precios.

Pese a esto último, los precios de los alimentos perecederos y los de otros grupos siguen siendo bajos, en términos relativos, pues el abastecimiento sigue siendo amplio, como ya se anotó (véase Recuadro 2, p. 53). La oferta agropecuaria se ha visto impulsada, además, por un fenómeno de La Niña de intensidad débil, que ha aumentado las precipitaciones en plena época seca de comienzos de año en buena parte del territorio nacional. El actual episodio climático ya comenzó a debilitarse, por lo que se esperan condiciones climáticas y atmosféricas normales a partir del segundo trimestre de este año, de acuerdo con los informes más recientes de las principales agencias meteorológicas del mundo.

Gráfico 3.9
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Recuadro 2

La caída reciente en los precios de los alimentos

Edgar Caicedo García
Isleny J. Carranza Amórtegui*

A marzo de 2018 la inflación anual (3,14%) se acercó a la meta de inflación de largo plazo establecida por la Junta Directiva del Banco de la República (3,0%). Esta notable noticia no se presentaba desde septiembre de 2014 (2,86%). Posterior a esta fecha, comenzó una tendencia ascendente de los precios relativos de los alimentos que se extendió hasta julio de 2016 (Gráfico R2.1), mes en el cual se alcanzó también el mayor registro reciente de la inflación anual de alimentos (15,71%) y de la inflación total (8,96%). Este impulso inflacionario se le atribuyó, especialmente, al último fenómeno de El Niño, episodio que se extendió entre noviembre de 2014 y mayo de 2016, siendo el más largo de la historia, según se desprende de la información histórica de la NOAA¹. Una vez se terminó esta perturbación climática, surgieron dos nuevos choques inesperados, que terminaron de golpear la ya maltrecha oferta de alimentos: el paro de transporte de carga y el paro agrario, eventos que se prolongaron hasta mediados de julio de 2016.

Sumado a lo anterior, los precios de los alimentos repuntaron también por la dinámica de la tasa de cambio nominal peso dólar, la cual acumuló una depreciación de 59,49% entre mediados de 2014 y julio de 2016, que afectó en especial a los alimentos procesados (la mayoría transables).

Superados estos diversos choques inflacionarios a mediados de 2016, que perjudicaron a todo el espectro del IPC de alimentos, comenzó una tendencia descendente en la inflación anual de alimentos que la llevó hasta cerca de 0% en julio del año pasado, para terminar el primer trimestre de este año alrededor del 1,0%. A su vez, los precios re-

* Los autores son, en su orden, profesional líder y estudiante en práctica del Departamento de Programación Macroeconómica e Inflación. Las opiniones y resultados presentados en este *recuadro* no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Véase: http://origin.cpc.ncep.noaa.gov/products/analysis_monitoring/ensostuff/ONI_v5.php. Administración Nacional Oceanográfica y Atmosférica de los Estados Unidos (NOAA, por sus siglas en inglés). Este fenómeno ha sido el más extenso, junto con el episodio de El Niño que abarcó entre agosto de 1986 y febrero de 1988.

Gráfico R2.1
IPC de alimentos
(relativo al IPC sin alimentos)



Fuentes: DANE y National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA); cálculos de los autores.

lativos de los alimentos se vienen descolgando desde el tercer trimestre de 2016 (Gráfico R2.1). A continuación intentaremos dar luces sobre las razones de dicha dinámica y presentaremos evidencia histórica, para determinar si aún existe espacio para que los precios relativos de los alimentos continúen cayendo.

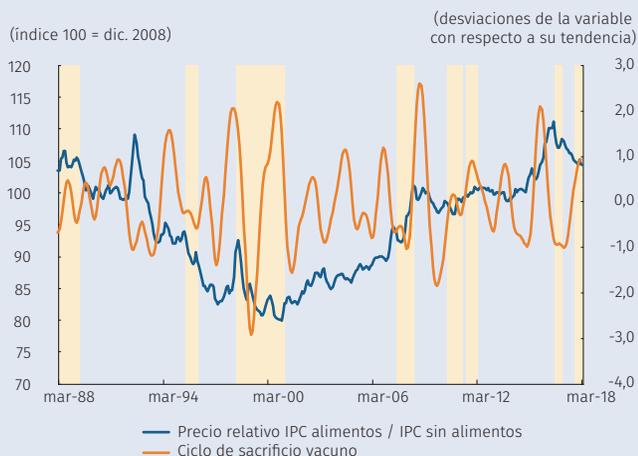
1. Factores climáticos y ampliación productiva

Políticas institucionales como la sustitución de cultivos ilícitos y la ampliación del área productiva, con el apoyo del sector privado, en los dos últimos años, ampliaron la oferta de alimentos. Esta se vio favorecida, además, por el último episodio anormal de precipitaciones. Precisamente, los hechos estilizados muestran que el fenómeno de La Niña (mayores lluvias) favorece en promedio una mayor producción agropecuaria, al aumentar el rendimiento de las cosechas. En este sentido, el último evento de La Niña, que comenzó en octubre pasado, también está contribuyendo a ampliar la disponibilidad de productos del sector primario, lo que ha derivado en unos precios de los alimentos con tendencia a la baja, tanto para productores como para consumidores (Gráfico R2.1).

Adicionalmente, la producción bovina de carne y leche se ha visto favorecida por el aumento de las precipitaciones en casi todo el territorio nacional desde hace medio año, lo cual viene potenciando la actual fase ascendente del ciclo de sacrificio vacuno, caracterizada por el aumento del sacrificio de ganado (oferta) con precios de la carne a la baja (Gráfico R2.2)². Como reflejo de lo anterior, desde julio de 2016, el precio relativo de la carne de res ha caído 9.33%.

2 Para la construcción de la serie de precios se tomó hasta el año 2016 la lista de precios publicada por la Feria Ganadera de Medellín. De 2017 en adelante, estos precios se evolucionaron con el IPP de ganado bovino.

Gráfico R2.2
Ciclo de sacrificio vacuno



Fuentes: DANE y National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA); cálculos de los autores.

Gráfico R2.3
Variación anual del IPC de alimentos



Fuentes: DANE y Ministerio de Hacienda y Crédito Público; cálculos de los autores.

2. Otros factores internos

Son varios eventos de carácter interno los que desde hace varios trimestres han favorecidos de ajustes más moderados en los precios de los alimentos. El primero de ellos es que el PIB está creciendo desde hace cerca de dos años por debajo de su potencial, con una manifiesta debilidad de la demanda, cuyo efecto ha sido contener alzas adicionales, en especial, en las comidas fuera del hogar y en algunos alimentos procesados (véase capítulo 4 de este Informe). El segundo factor interno tiene que ver con la caída continua de la inflación en los últimos tres años, esto ha anclado las expectativas de la inflación en niveles cada vez más bajos y ha permitido una magnitud de indexación menor, habilitando ajustes de inferior tamaño en aquellos alimentos que tienen cierta inercia inflacionaria como las comidas fuera del hogar, cuyo crecimiento pasó de 9,31% en febrero de 2017 a 3,32% en marzo de 2018. Es importante anotar, que los ajustes anuales de estos precios solo comenzaron a retroceder hasta después del alza adicional que le imprimió la última reforma tributaria (Ley 1819 del 29 de diciembre de 2016)³ a algunos precios de los alimentos.

Precisamente, los precios de las comidas fuera del hogar fueron impulsados de manera indirecta por el alza en el valor de algunos abarrotes cuando entró en vigencia el aumento en los impuestos indirectos con esta reforma. Como se observa en el Gráfico R2.3, la inflación de los alimentos afectados por el aumento del IVA viene cayendo con más fuerza que la del resto de los alimentos en el último trimestre, como consecuencia del efecto base de comparación estadística causado por la entrada en vigencia de la reforma tributaria a principios de 2017.

3 Entre las innovaciones más importantes que se introdujeron con la reforma tributaria se encuentran: el aumento en las tarifas del impuesto sobre el valor agregado para bienes y servicios del 16% al 19%, la creación del impuesto nacional de carbono y las modificaciones en el impuesto de la gasolina, el ACPM y el tabaco.

Por último, desde finales de 2015 los costos no laborales⁴, en alguna medida, han sido un factor de contracción en la formación de los precios al productor en el sector agropecuario, como se desprende del Gráfico R2.4. Al igual que los costos no laborales, los márgenes de comercialización⁵ han jugado un papel contraccionista en los precios relativos de los alimentos. Este estrechamiento entre los precios de los alimentos al productor y los que se le cobran al consumidor se viene registrando desde comienzos de 2017 como se observa en el Gráfico R2.4.

3. Factores externos

Durante los últimos meses diversos choques externos han permitido una desaceleración en la inflación de alimentos, así como una caída de sus precios relativos. Por un lado, desde julio de 2016 el comportamiento de la tasa de cambio nominal del peso con respecto al dólar ha mantenido una tendencia decreciente, al punto que el promedio en marzo de 2018 alcanzó los COP 2852,6, mínimo valor registrado desde julio de 2015. En consecuencia, el índice del tipo de cambio en pesos relativo al IPC sin alimentos viene cayendo desde hace más de dos años (Gráfico R2.5). Durante este período el dólar ha perdido valor con respecto a otras monedas, como respuesta a la incertidumbre en las políticas económicas del gobierno de los Estados Unidos y, de manera más reciente, al comportamiento alcista de la cotización del petróleo. Asimismo, el precio relativo de los precios internacionales en pesos, le ha impreso una dinámica bajista a los precios relativos de los alimentos, como

4 La proxy de costos no laborales se calculó como un promedio ponderado entre el IPP de la oferta interna de los insumos agrícolas (abonos y plaguicidas, insecticidas, fungicidas, herbicidas y desinfectantes) y de la maquinaria de uso agrícola.

5 Los márgenes de comercialización corresponden a la razón entre el IPC de productos agrícolas y el IPP del sector pecuario (oferta interna).

Gráfico R2.4
Margen de comercialización y costos no laborales (relativos al IPC sin alimentos)



Fuentes: DANE y National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA); cálculos de los autores.

se deduce del Gráfico R2.5. Aunque este comportamiento podría llegar a su fin en los próximos meses porque los precios internacionales de los alimentos comenzaron a repuntar a comienzos de este año, debido a la mayor demanda generada por el buen comportamiento de la economía mundial⁶.

En conclusión, la caída del precio relativo de los alimentos desde mediados de 2016 es el resultado de la interacción de múltiples factores entre climáticos, de ciclo económico y de carácter local e internacional. Con esto presente, la dinámica futura del precio de los alimentos pasa por las previsiones y pronósticos que se tengan sobre estas variables. Sin embargo, omitiendo lo anterior, aún es factible una disminución adicional en los precios relativos de los alimentos, porque estos suelen caer tan pronto se diluye un episodio meteorológico tipo La Niña, tal y como se ilustra en el Gráfico R2.6. Evidencia de ello, es que durante los últimos fenómenos de La Niña los precios relativos de los alimentos caen, después de este evento climático, en promedio 3,5%.

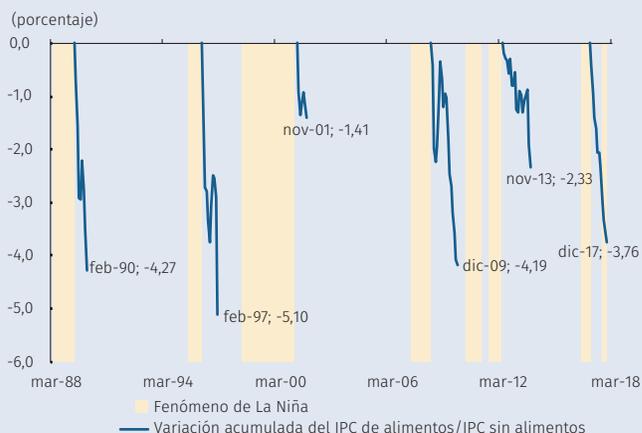
De esta manera, es posible que los precios relativos de los alimentos sigan su senda descendente por unos meses más, una vez terminado el fenómeno actual de La Niña, que inició en octubre del año pasado y se espera termine al finalizar el primer trimestre del presente año. Además, esta tendencia decreciente de los precios relativos de los alimentos podría ser mayor o menor dependiendo del comportamiento futuro de la fase expansiva del ciclo de sacrificio vacuno y de la tasa de cambio.

Gráfico R2.5
Precio internacional de los alimentos e índice de la tasa de cambio nominal (relativos al IPC sin alimentos)



Fuentes: DANE (IPC), National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA), Banco de la República (TCN) y Fondo Monetario Internacional (FMI); cálculos de los autores.

Gráfico R2.6
Precio relativo de los alimentos posterior a La Niña



Fuentes: DANE y National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA); cálculos de los autores.

6 Véase: World Bank, Commodity Markets Outlook, abril de 2018.

04

Pronósticos de mediano plazo

Para lo que resta de 2018 y para 2019 las presiones inflacionarias deberán ser escasas, por lo que la inflación se mantendría cerca del 3%.

El pronóstico central de crecimiento del PIB de 2018 y el techo del rango se mantuvieron en 2,7% y 3,5%, respectivamente, pero el análisis de riesgos más reciente permitió al equipo técnico subir el piso a 2,0%.

Las perspectivas alcistas sobre el crecimiento están relacionados con el comportamiento de los precios internacionales del petróleo y sus efectos directos e indirectos sobre la economía colombiana. Los riesgos bajistas, por su parte, con una menor demanda externa y un menor dinamismo de la inversión.

4.1 Crecimiento económico para 2018

En este *Informe sobre Inflación*, el equipo técnico del Banco de la República mantuvo el pronóstico central y el techo del rango de crecimiento para 2018, y revisó al alza el piso del escenario bajo. Así, para el año en curso se proyecta un crecimiento de 2,7% anual para el PIB, con unos escenarios de baja y alta expansión de 2,0% y 3,5%, respectivamente (frente al 1,5% y 3,5% del informe pasado), consistentes con los escenarios de la balanza de pagos presentados en el capítulo 1 de este *Informe*. Estos pronósticos sugieren un leve sesgo al alza asociado con el comportamiento reciente de los precios del petróleo y la mejoría de las condiciones del entorno internacional. Por otro lado, también suponen que la economía colombiana ha avanzado de manera importante en el proceso de ajuste requerido como resultado del choque a los términos de intercambio de 2014-2015, razón por la cual el gasto interno podría ser más dinámico en 2018 que en 2017.

Como se mencionó en capítulos anteriores, para 2018 el equipo técnico prevé una recuperación del crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales

Para 2018 se espera una contribución positiva de la demanda externa al crecimiento.

frente a lo registrado para 2017, especialmente por un mayor dinamismo de las economías avanzadas, pero también por una recuperación del crecimiento de buena parte de Latinoamérica, aunque de menor magnitud. Lo anterior permite esperar una contribución positiva de la demanda externa al crecimiento del producto.

En igual sentido se proyectan precios internacionales de las principales materias primas exportadas por el país, en particular del petróleo, más altos en promedio que lo observado en 2017. Cabe señalar que, no obstante los incrementos registrados del precio del crudo a lo largo de los primeros meses del año, se espera que estos sean en buena parte transitorios, por lo que la proyección para el promedio de 2018 (USD 65 por barril) implica menores niveles en los meses venideros (en promedio para el resto del año debería estar cerca de los USD 64 por barril).

Los mayores precios del petróleo en 2018 frente a lo observado en promedio para 2017 implican no solo un impulso a las actividades de exploración y explotación por parte de las principales firmas del sector petrolero, sino también un mayor dinamismo del ingreso nacional bruto disponible, en especial el del sector público. La conjunción de un mejor desempeño de la demanda externa y una recuperación de los precios internacionales de las materias primas exportadas por Colombia contribuiría de manera positiva al comportamiento de las exportaciones en dólares y en pesos constantes.

Los pronósticos de un mayor crecimiento de la economía colombiana en 2018 también suponen que el país continuaría teniendo un amplio acceso al ahorro externo a lo largo del año. De acuerdo con las proyecciones de la balanza de pagos, para este año debe mantenerse un buen flujo de capitales hacia el país, los cuales financiarían la expansión de la demanda interna. Es importante señalar que en este aspecto existen algunos riesgos relacionados con la normalización de la postura de política monetaria en las economías avanzadas, lo cual, a su vez, puede implicar un incremento en el costo del crédito externo.

Por el lado de los fundamentales internos, se espera que las dinámicas del gasto público y de la inversión en obras civiles continúen aportando positivamente a la expansión del PIB en 2018. En el primer caso, se espera un crecimiento algo más bajo que lo observado en 2017 para el gasto del GNC, que sería parcialmente compensado por un aumento del nivel de ejecución de los recursos disponibles por parte de los gobiernos regionales y locales. Con respecto a las obras civiles, el pronóstico de crecimiento del PIB para este año supone una expansión de este tipo de gasto, similar a la observada en 2017. Este resultado sería consistente con 1) un incremento del gasto en obras e infraestructura por parte de los gobiernos regionales, 2) un buen dinamismo esperado de las actividades de exploración y explotación del sector minero y, en menor medida, 3) con las inversiones previstas para vías terciarias y otras carreteras en el marco de cuarta generación (4G).

El pronóstico de crecimiento para 2018 supone una dinámica de la inversión en obras civiles similar a la de 2017.

Asimismo, la dinámica del PIB para este año debe resultar favorecida por la convergencia de la inflación hacia la meta del 3,0%, así como por las acciones recientes de política monetaria. Ambos factores contribuirían a la dinámica del ingreso disponible real de la economía, y con ello, a la del gasto agregado. Es importante señalar que en este aspecto existen riesgos bajistas, ya que los pronósticos suponen que las tasas de interés de mercado continuarán reaccionando a los movimientos acumulados a la fecha de la tasa de intervención del Banco de la República. Sin embargo, dicha transmisión ha sido lenta en el caso de las tasas de tarjeta de crédito y de consumo, lo cual afecta el dinamismo del consumo privado. Por otro lado, no se descarta que los altos niveles de endeudamiento de los agentes de la economía y el deterioro de los índices de calidad de la cartera actúen como limitantes a la expansión de la demanda.

Con todo lo anterior, las proyecciones para 2018 de crecimiento económico presentadas en este *Informe* suponen una aceleración del ritmo de expansión de la demanda interna. Esto sería resultado, principalmente, de una recuperación de la formación bruta de capital. En particular, y además de la expansión ya mencionada para el caso de obras civiles, se prevén mayores crecimientos del gasto en maquinaria para la industria, al tiempo que la inversión en equipo de transporte dejaría de registrar tasas de crecimiento negativas. En contraste, la inversión en construcción de edificaciones continuaría reportando un desempeño mediocre asociado con los excesos de oferta en el sector de edificaciones (locales, oficinas y vivienda de ingresos altos), los cuales se espera que se mantengan a lo largo del año, pero que se superarían lentamente en el futuro, como ha sucedido en ciclos bajistas de la construcción en el pasado.

El pronóstico de PIB aquí reseñado asume que el consumo privado se expandiría a un ritmo algo mayor que el del año pasado. Al desagregar por componentes, se observarían aceleraciones en todos los rubros. Este sería particularmente cierto para el caso del consumo de bienes semidurables y durables.

Con respecto a las cuentas de comercio exterior, las ventas al exterior deberían ser impulsadas por mejores desempeños tanto de bienes básicos como de aquellos clasificados como no tradicionales. Las exportaciones de servicios, en particular del sector turismo, también tendrían un papel relevante. Las importaciones registrarían tasas de crecimiento positivas, esto por una mayor expansión de la demanda interna intensiva en bienes y servicios provenientes del exterior.

Desde el punto de vista sectorial, la recuperación de la demanda interna favorecería la producción de bienes y servicios transables y no transables, al tiempo que un mayor dinamismo de los socios comerciales permitiría estimular el aparato productivo transable, y con ello se consolidaría el proceso de ajuste gradual que ha tenido la economía colombiana en los últimos años como respuesta al cambio de los precios relativos a partir

Las acciones de política monetaria deberían favorecer la dinámica del PIB en este año.

En 2018 la producción de bienes y servicios transables se vería favorecida por la recuperación de la demanda interna.

El desempeño del sector agropecuario se vería favorecido por mejores condiciones climáticas y precios internacionales de los alimentos más altos.

de mediados de 2014. Adicionalmente, el nivel aún competitivo previsto de la tasa de cambio real para todo 2018 debería ayudar a dicho proceso.

Con respecto a las actividades agropecuarias, los pronósticos de las agencias internacionales, como la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica (NOAA, por su sigla en inglés), apuntan a unas mejores condiciones climáticas, lo que permite prever un desempeño favorable del sector. Asimismo, las proyecciones de los precios de los alimentos internacionales para 2018 indican unos niveles algo superiores que los observados en 2017, que también estimularían la siembra de dichos productos. A esto debería contribuir la mejoría en las condiciones de seguridad en las zonas rurales. No obstante, el descenso de los precios relativos internos de los alimentos observado en 2017 tenderá a desestimular la siembra de ciertos productos agrícolas, reduciendo en algo el ritmo de expansión del PIB de este sector.

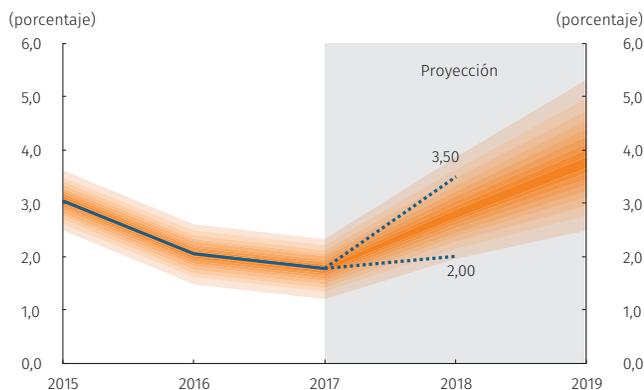
Por su parte, en el PIB de la minería para todo 2018 se estima una expansión estimulada por precios más altos del petróleo y del carbón, luego de dos años en los cuales la producción se contrajo, producto de la caída en sus cotizaciones internacionales. Gracias a ello se espera que los flujos de inversión mineroenergética crezcan en 2018, lo que permite prever un mejor desempeño en este tipo de inversión frente al año anterior.

En el caso de la industria manufacturera, se espera que para 2018 buena parte de las subramas que la componen se recuperen, acorde con el mejor dinamismo proyectado para la demanda interna y para los socios comerciales que compran bienes de origen industrial. Todo ello ocurriría en un contexto en el cual la tasa de cambio se mantendría estable, de tal forma que permita a los empresarios: 1) aprovechar aspectos de competitividad frente a la dinámica de la demanda externa, y 2) planear y acceder a bienes de capital importados e insumos de producción. Por último, dado el crecimiento proyectado para la rama de construcción de obras civiles, el cual seguirá contribuyendo a la expansión del PIB no transable tanto este como en el siguiente año, se prevé que la inversión en obras civiles para la minería desempeñe un papel importante en el aumento de esta rama. Esto, a raíz de los encadenamientos productivos que tiene este renglón con la industria y otros sectores como el transporte, los cuales también deberán verse favorecidos en 2018.

Las principales fuentes de incertidumbre sobre el pronóstico central de crecimiento se relacionan con el contexto internacional y el desempeño del consumo público.

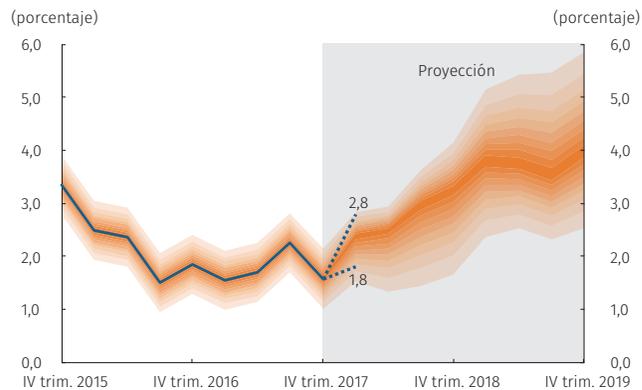
El punto central y el rango de pronóstico de crecimiento del PIB para 2018 (2,7%; entre 2,0% y 3,5%) se encuentra dentro del *fan chart* de crecimiento económico que se deriva de los modelos de mediano y largo plazos del equipo técnico del Banco de la República. En esta oportunidad la amplitud de los intervalos se mantiene elevada y, como se puede apreciar en los gráficos 4.1 y 4.2, los sesgos se sitúan levemente al alza. La situación del contexto internacional y el desempeño que pueda tener el consumo público y las obras civiles son las principales fuentes de la incertidumbre sobre el pronóstico central. En el Cuadro 4.1 se aprecia que la probabilidad de que el crecimiento económico se ubique entre 2,0% y 3,0% en 2018 es cercana a 52%.

Gráfico 4.1
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.2
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 4.1
Rangos de probabilidad del fan chart del crecimiento anual del PIB (porcentaje)

Rango	2018	2019
<-1,0	0,00	0,00
-1,0 - 0,0	0,00	0,00
0,0 - 1,0	0,01	0,02
1,0 - 2,0	4,84	1,05
2,0 - 3,0	52,27	13,75
3,0 - 4,0	39,00	41,23
> 4,0	3,87	43,95
Entre 3 y 5	42,83	74,69
Entre 2 y 4	91,28	54,98
Entre 1,5 y 3	56,71	14,65

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Los principales riesgos alcistas están relacionados con unos precios del petróleo y de otras materias primas más altos que los contemplados en el escenario central. En especial, con respecto a los precios del crudo, si estos se logran mantener en niveles cercanos a los USD70 por barril durante buena parte del año, ello puede terminar estimulando la producción y la inversión en este sector mucho más de lo esperado en la senda central (USD65). Asimismo, los efectos que sobre el ingreso nacional y el fisco pueda tener dicho comportamiento podría estimular aún más la demanda interna que lo contemplado.

Los principales riesgos a la baja sobre el crecimiento están asociados con un menor dinamismo del comercio global y sus efectos sobre la demanda mundial que se derivan de los recientes cambios en la política comercial de los Estados Unidos y la respuesta de grandes participantes, como el caso de China. Por otro lado, la inversión pública podría presentar un menor dinamismo que el contemplado en el escenario central, lo que dependerá de la eficiencia en la ejecución, en particular en lo relacionado con los cronogramas de las obras civiles 4G. Algo similar ocurriría con el

comportamiento del consumo público, el cual podría verse afectado por la entrada en vigencia de la ley de garantías y el ciclo político por las próximas elecciones.

Por último, otro factor de incertidumbre, no menos importante, es el relacionado con la publicación de la nueva base de las Cuentas Nacionales por parte del DANE en los próximos meses. En ocasiones anteriores dichas revisiones han implicado discrepancias en los valores de los años cercanos al cambio de base en términos de las magnitudes de las variaciones anuales y de la participación de sus componentes (ramas de actividad y tipo de gasto). Todo ello también podría implicar cambios en las proyecciones publicadas en el siguiente trimestre.

En esta oportunidad, un factor de incertidumbre adicional es el relacionado con la publicación de la nueva base de las Cuentas Nacionales por parte del DANE.

4.2 Inflación

La información disponible a marzo apunta a que las presiones inflacionarias continuaron cediendo en lo corrido del año. De acuerdo con los pronósticos que se presentan a continuación, para lo que resta del año y para 2019 dichas presiones serán escasas, razón por la cual la inflación, tanto la total como la básica, deberá mantenerse muy cerca de la meta del 3,0%, con algunas fluctuaciones menores entre finales de este año y comienzos del próximo.

Como se mencionó en el capítulo 3 de este *Informe*, durante el primer trimestre la inflación anual al consumidor y la inflación básica tuvieron un comportamiento mejor que el previsto. En estos meses ambos indicadores se acercaron a la meta del 3,0% más rápido que lo anticipado en el *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2017, con unas cifras observadas para marzo de 2018 significativamente menores que lo proyectado.

Dentro de los factores que explican este acelerado descenso sobresale la apreciación del peso, que superó las estimaciones utilizadas en las proyecciones anteriores, y su rápido traspaso a los precios al consumidor, especialmente a los transables. A lo anterior se sumó una oferta de alimentos más amplia que la usual para esta época del año, quizá apoyada por unas óptimas condiciones climáticas y también por la apreciación del peso, lo cual se tradujo en aumentos muy moderados de sus precios. Estas circunstancias reforzaron el descenso, ya importante, que se esperaba como resultado de la disolución del choque de impuestos indirectos y la debilidad de la demanda.

Dado lo anterior, la dinámica de la inflación en los próximos trimestres seguirá determinada por escasas presiones sobre el tipo de cambio (que de hecho son menores que las anticipadas hace unos meses), y por la evolución de los precios de los alimentos desde niveles relativamente bajos. Como resultado, las sendas centrales de pronóstico para la inflación total y para la básica (sin alimentos ni regulados) disminuyeron frente a lo obtenido en el informe de diciembre de 2017.

La dinámica de la inflación en los próximos trimestres seguiría determinada por escasas presiones sobre el tipo de cambio y por la evolución del precio de los alimentos.

La menor depreciación del peso está relacionada con la revisión del pronóstico del precio internacional del petróleo, dado su comportamiento reciente, como se señaló en capítulos anteriores. Un precio promedio más alto para este año y el próximo, como se contempla en la senda central de este *Informe*, otorga mayor estabilidad al tipo de cambio para lo que resta del año y para 2019, según el modelo de pronóstico del Banco, con una menor depreciación para el promedio de estos dos años. En el escenario central se supone, además, que el país sigue disfrutando de un amplio acceso al financiamiento externo, aún barato, el cual no debería ser perturbado por una normalización gradual de la política monetaria en los Estados Unidos y la zona del euro. Ello también debe contribuir a la estabilidad del tipo de cambio.

En estas condiciones las presiones inflacionarias originadas en el frente cambiario que se consideran en este *Informe* seguirán siendo bajas e incluso menores que las identificadas en el informe de diciembre de 2017. En la proyección central, el efecto principal de estas menores presiones recae sobre los precios de los bienes y servicios transables, los cuales deberán registrar ajustes inferiores a los previstos. Igualmente, habría un efecto sobre el componente no transable de la canasta del consumidor vía menores costos y precios de alimentos y regulados. En el primer caso, debido a la importancia que tienen los alimentos de origen importado, y en el caso de los regulados, por la influencia que tiene el comportamiento del tipo de cambio en el precio interno de los combustibles.

Con respecto a este último, se espera que las presiones alcistas debidas al mayor precio internacional del petróleo utilizado en la senda central sean compensadas por la apreciación del peso observada en lo corrido del año y por la estabilidad prevista hacia adelante. En este *Informe* actual la combinación de estos factores se tradujo en una disminución de los ajustes proyectados para el IPC de combustibles en el resto del año. Ello permitió, además, reducir el pronóstico para el conjunto de regulados, algo que también contribuye a acercar la inflación a su meta.

No obstante, para lo que resta del año y para 2019 la variación anual del IPC de regulados seguirá superando el 3,0%, aunque mantendrá una tendencia decreciente gradual. Ello supone algunos aumentos en las tarifas de energía en todo Colombia en los próximos meses, por cuenta del nuevo marco regulatorio que modifica el cargo por distribución.

Los precios de los alimentos, por su parte, alcanzaron niveles relativamente bajos en el primer trimestre del año por diversas razones (véase Recuadro 2, p. 53). En la actual senda central de pronóstico no se contemplan cambios en esta situación durante el segundo trimestre, gracias a la apreciación del tipo de cambio de los últimos meses y a una oferta relativamente amplia en el caso de algunos alimentos perecederos. Sin embargo, en consonancia con el ciclo agrícola usual, se espera que los bajos precios de la actualidad resten dinamismo a la oferta de alimentos, lo que debe producir aumentos en estos después de mediados de año.

La revisión del pronóstico del precio del petróleo lleva a que en este Informe se anticipe una menor depreciación del peso.

Se esperan presiones al alza sobre la inflación total debidas al precio de los alimentos.

Así, para la segunda mitad del año y comienzos de 2019 los precios de los alimentos ejercerán presiones al alza sobre la inflación total, de manera directa, y sobre la inflación básica, vía un impacto leve sobre las expectativas. A partir del segundo o tercer trimestre de 2018 la variación anual del IPC de alimentos deberá incrementarse desde los bajos niveles alcanzados en marzo, para cerrar el año cerca al 3,0% y superar transitoriamente este nivel a comienzos de 2019. La senda en cuestión es algo mayor que la obtenida en el informe de diciembre.

Los demás factores que han sido determinantes en la inflación de Colombia deberán seguir contribuyendo a que esta se mantenga baja y cercana a la meta del 3,0% en los próximos ocho trimestres. Es el caso de las presiones de demanda, las cuales seguirán siendo limitadas en la medida en que el crecimiento de la economía seguirá siendo inferior al potencial en lo que resta de 2018 y durante parte de 2019. En todo este período la economía seguirá contando con excesos de capacidad productiva, pese a la recuperación que se proyecta en el crecimiento.

Por su parte, las expectativas han continuado reduciéndose de acuerdo con la caída de la inflación, y cuando se producía este informe no eran muy diferentes a la meta, algo que debe contribuir a sintonizar los ajustes de precios en torno al 3,0% en los meses venideros. Así, la información recogida en la encuesta mensual del Banco de la República a operadores del mercado financiero a comienzos de abril indica que la inflación esperada a mediano y largo plazos está alrededor o por debajo de 3,3%. En particular, para diciembre de 2018 la inflación esperada se encuentra en 3,27% frente a 3,47% de la encuesta de comienzos de enero (Gráfico 4.3).

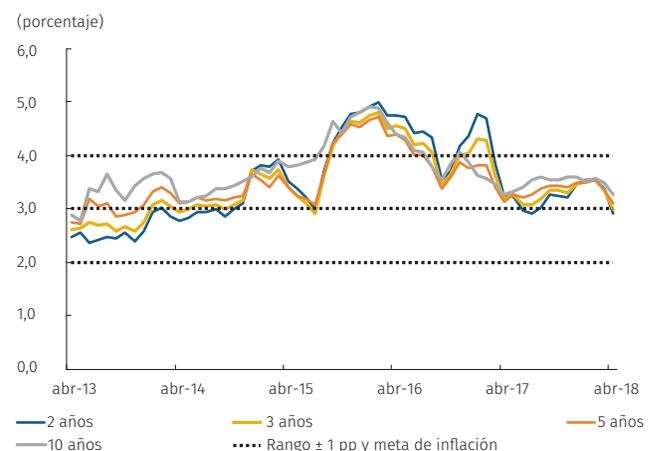
Algo similar sugiere la información obtenida a partir de las tasas de interés de los TES (*break even inflation*), que señala que a mediados de abril las expectativas de inflación a horizontes largos, dos, tres y cinco años, se encontraban en niveles de 2,9%, 3,0% y 3,1%, respectivamente. Hacia mediados de enero estas expectativas superaban un poco el 3,5% (Gráfico 4.4). Por su parte, la encuesta trimestral del Banco efectuada a empresarios, sindicatos y académicos recogida a comienzos de abril muestra unas expectativas de inflación de un poco menos de 3,6% a doce y veinticuatro meses, cerca de 25 pb por debajo de lo obtenido a comienzos de enero (Gráfico 4.5).

Gráfico 4.3
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4.4
Expectativas de inflación anual derivadas de los TES (a dos, tres, cinco y diez años) (promedio mensual)^{a/}



a/ Metodología Nelson y Siegel.
Fuente: Banco de la República.

Para los próximos trimestres tampoco se anticipan presiones alcistas sobre la inflación originadas en el mercado laboral. De hecho, se espera que se atenúe el efecto que pudo haber tenido, sobre algunos precios del ítem de servicios el aumento del salario mínimo en cerca del 6,0% para este año, junto con reajustes similares en algunos salarios sectoriales (véase el capítulo 3). A comienzos de año el mercado laboral se mantenía holgado, con una tasa de desempleo quizá superior a su nivel no inflacionario (Nairu, por su sigla en inglés). Dado el crecimiento proyectado para este año, según se señala en la primera parte de este capítulo, no se debe esperar un cambio en esta situación, lo que asegura que los ajustes salariales tiendan a ser moderados hacia futuro y más compatibles con la meta del 3,0%. Esto aplicaría tanto para lo que resta de 2018 como para 2019, aunque hacia el segundo año el mercado laboral debe ser más dinámico, de confirmarse la tendencia de una recuperación económica.

Finalmente, la evolución de los costos no salariales dependerá en buena medida de lo que suceda con el precio internacional de las materias primas, sobre todo del petróleo, y de cómo esto impacte a la tasa de cambio. En principio, el aumento en los pronósticos de estos precios tiende a presionar al alza los costos de producción y de transporte; sin embargo, la apreciación acumulada en los últimos meses, junto con la relativa estabilidad prevista para el tipo de cambio, tiende a compensar estas presiones. Conviene señalar que un porcentaje importante de los costos de producción es de origen importado y su impacto en los precios al consumidor depende también del comportamiento de la tasa de cambio. Así la cosas, los costos no salariales no deberán ser una fuente de presiones inflacionarias importantes en el mediano plazo.

Dado todo lo anterior, la senda central de pronóstico que se presenta en este *Informe* indica que la inflación anual total al consumidor se mantendría muy cerca del 3,0% a lo largo de estos próximos ocho trimestres. Los movimientos que exhiba alrededor de esta cifra dependerán de las fluctuaciones de los precios de los alimentos, principalmente, y en segundo lugar por el de los regulados.

Así, se espera un descenso adicional de la inflación anual en el segundo trimestre del presente año, de la mano de una caída en la variación anual de regulados, pero para el segundo semestre se prevé un aumento que se extendería hasta el primer trimestre de 2019 y que será explicado por mayores ajustes temporales en los precios de los alimentos. A partir del segundo trimestre del próximo año, la inflación anual debe ceder y terminar el año muy cerca del 3,0%. En los próximos ocho trimestres la inflación deberá mantenerse por debajo del 4,0%.

Gráfico 4.5
Inflación anual observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve, doce y veinticuatro meses)



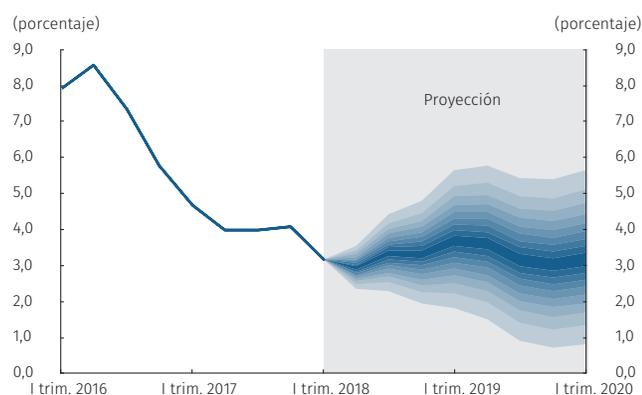
Nota: alrededor de cada expectativa, se presenta su respectiva desviación estándar.
Fuentes: DANE y Banco de la República (*Encuesta trimestral de expectativas*).

Por su parte, la inflación básica, medida con el IPC sin alimentos ni regulados, debería descender en los próximos tres trimestres, acercándose al 3,0% a finales de 2018. Hacia 2019 se observaría un ligero repunte asociado con el efecto indirecto del aumento de la inflación de alimentos, vía expectativas e indexación, entre otros. A partir del segundo trimestre retomará una tendencia decreciente, para cerrar el año de nuevo muy cerca de la meta del 3,0%. No sobra advertir que esta dinámica depende estrechamente de las condiciones externas favorables que se suponen en la senda central, tanto en materia de precios del petróleo, como de tasas de interés externas y un flujo adecuado de capital externo entrando al país, todo lo cual se traduce en pocas presiones sobre el tipo de cambio.

4.3 Balance de riesgos

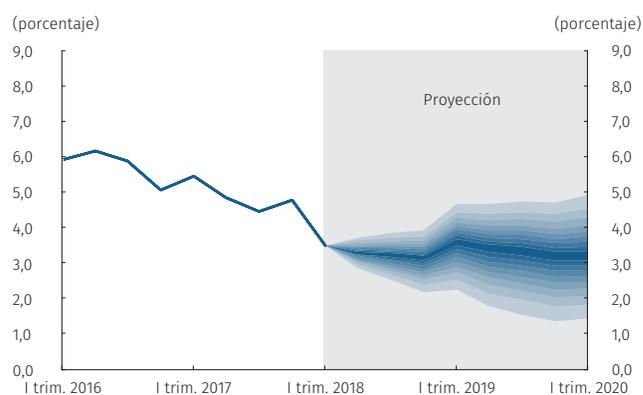
El balance de riesgos para la inflación total anual al consumidor y la inflación anual sin alimentos ni regulados se presenta en los *fan chart* de los gráficos 4.6 y 4.7. Para este *Informe* se estima un *fan chart* para la inflación total más equilibrado que el que se presentó en el informe de diciembre de 2017; sin embargo, se conserva un leve sesgo al alza. Como es usual, el balance de riesgos se construyó a partir de la senda central de pronóstico de la inflación anual total y de la de sin alimentos ni regulados, ambas derivadas del modelo Patacon. Los riesgos considerados en la construcción del *fan chart* se presentan a continuación.

Gráfico 4.6
Fan chart de la inflación total anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.7
Fan chart de la inflación anual sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los principales riesgos al alza son:

Variaciones de los precios de los alimentos por encima de lo proyectado en la senda central de pronóstico: tras la importante corrección a la baja que se ha dado en los precios de los alimentos desde 2017 (en términos nominales y relativos), en especial originada por el buen desempeño de la oferta, a partir del segundo semestre de 2018 la senda central de pronóstico contempla alzas en esta variable. Dichos aumentos están relacionados

No se descartan aumentos en los precios de los alimentos y en los costos de financiamiento externo superiores a los contemplados en la senda central de pronóstico de este Informe.

con el ciclo usual de producción agropecuaria, el cual debería llevar a una oferta menos dinámica hacia los próximos trimestres con respecto a la observada en trimestres anteriores, esto como reacción a unos precios que han sido relativamente bajos (efecto telaraña, propio de estos bienes).

Pese a lo anterior, el pronóstico central aún puede estar subestimando estos aumentos en alguna parte de la trayectoria proyectada, toda vez que supone un repunte moderado de los precios relativos de los alimentos. En el pasado han existido eventos con reversiones más fuertes en este indicador que, de replicarse, podrían implicar unas inflaciones, de alimentos y total, más altas que las esperadas en este Informe, hacia la segunda mitad de este año y en la primera de 2019.

Costos de financiamiento externo más altos que lo esperado: dadas las presiones inflacionarias que empezaron a surgir en las economías avanzadas, debido al mejor desempeño económico y al aumento del precio internacional de los combustibles, en este Informe la senda central de pronóstico supone que continúa el proceso de normalización de la política monetaria en dichas economías, especialmente en los Estados Unidos. Sin embargo, existe la posibilidad de que la Fed aumente su tasa de interés de política más rápido que lo considerado en la senda central, generando presiones hacia la depreciación de las monedas de las pequeñas economías como la colombiana, y afectando, vía traspaso de la tasa de cambio (*pass through*), la inflación al consumidor. Adicionalmente, existe incertidumbre asociada con el riesgo país de Colombia, ya que sus niveles son históricamente bajos y es posible que algún choque pueda llevar a que se incremente el riesgo y se refuerce la pérdida de valor del peso colombiano, impactando al alza los precios de la economía.

En caso de materializarse alguno de estos riesgos, no solo se afectaría el comportamiento de la inflación total de manera directa, sino que también lo haría de manera indirecta y permanente, vía el impacto que estos eventos pueden tener sobre las expectativas y la activación de mecanismos de indexación.

Los principales riesgos a la baja considerados en este Informe son:

Precio del petróleo por encima de lo proyectado en la senda central de pronóstico: el comportamiento del precio internacional del petróleo en los últimos meses ha estado marcado por una tendencia alcista, llegando en el momento de la producción de este Informe a precios cercanos a los USD75 por barril, nivel superior al que se utiliza en la senda central de pronóstico (USD65 el barril de Brent). Este último nivel supone que parte de las alzas de los últimos meses son transitorias. Sin embargo, no se descarta que los altos precios se mantengan mayor tiempo que el contemplado (o incluso sigan aumentando) teniendo en cuenta que el dinamismo que exhibe hoy en día la demanda mundial (soportada en el importante crecimiento de varias de las grandes economías) supera al de la oferta. Esta situación, que también se explica en buena parte por la disciplina que ha demostrado

Los altos precios del petróleo se pueden mantener por mayor tiempo que el contemplado con consecuencias bajistas sobre la inflación.

tener la OPEP y otros países como Rusia en el cumplimiento de cuotas de producción, puede verse reforzada por la reducción de la producción en países como Venezuela y por los cuellos de botella en el transporte que parece enfrentar la producción en los Estados Unidos. A lo anterior se añade la delicada situación geopolítica en algunos países del Medio Oriente.

El impacto principal de un precio más alto sería el de mayores presiones hacia la apreciación del peso con respecto a lo contemplado en la senda central de la proyección. Ello permitiría una convergencia de la inflación a su meta más rápida que la prevista, sobre todo por las presiones a la baja que generaría en los precios de los bienes y servicios transables.

Una demanda interna que crece por debajo de lo esperado: la senda central de pronóstico supone un buen comportamiento de las obras civiles para 2018. Sin embargo, los inconvenientes que ha enfrentado el sector, relacionados con las obras viales (retrasos y problemas de financiamiento) pueden llevar a un menor dinamismo en esta actividad. Adicionalmente, pese a que en la construcción de edificaciones se esperan niveles similares a los observados en el segundo semestre de 2017 (es decir, la caída que atravesó el sector ya habría tocado fondo), el ciclo de la construcción es largo y los inventarios pueden tardar más en descender, en especial los de oficinas y comercio. Ante estas situaciones, se podría dar una caída de este subsector, mayor a la esperada. Dados los amplios encadenamientos productivos y el importante papel en la generación de empleo que tienen tanto las obras civiles como la construcción de edificaciones, un menor dinamismo a este nivel golpearía la demanda interna de manera significativa, situándola por debajo de lo proyectado.

Acorde con el conjunto de riesgos presentado, el *fan chart* sugiere que la probabilidad de que la inflación total se ubique por debajo del 4,0% en 2018 es de 77,0% y esta se reduce marginalmente a 74,6% en 2019 (cuadros 4.2 y 4.3). El balance de riesgos para finales de 2018 mantiene y remarca los riesgos presentes en el informe anterior. Vale la pena resaltar que la amplitud de la función de densidad de los pronósticos que se muestra en el Gráfico 4.8, según el área sombreada, solo incluye el 90% de esta. Los resultados, al igual que el pronóstico central, suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de interés de política del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta.

Cuadro 4.2
Probabilidad estimada de que la inflación en diciembre de 2018 esté entre 2,0% y 4,0% (porcentaje)

Informe	Probabilidad
Informe de junio de 2017	44,65
Informe de septiembre de 2017	47,59
Informe de diciembre de 2017	53,27
Informe de marzo de 2018	71,39

Fuente: cálculos del Banco de la República.

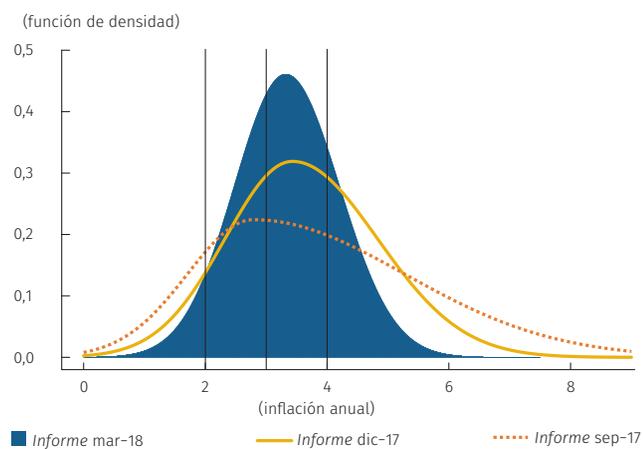
La demanda interna estaría por debajo de lo proyectado ante un menor dinamismo de la construcción debido a sus amplios encadenamientos.

Cuadro 4.3
Rangos de probabilidad del fan chart de la inflación total (porcentaje)

Rango	2018	2019
<2,0	5,60	22,91
2,0 - 2,5	10,30	11,99
2,5 - 3,0	18,14	13,67
3,0 - 3,5	22,63	13,75
3,5 - 4,0	20,31	12,28
>4,0	23,01	25,40
Entre 2 y 4	71,39	51,69

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.8
Corte transversal del fan chart de inflación anual total para diciembre de 2018



Fuente: cálculos del Banco de la República.

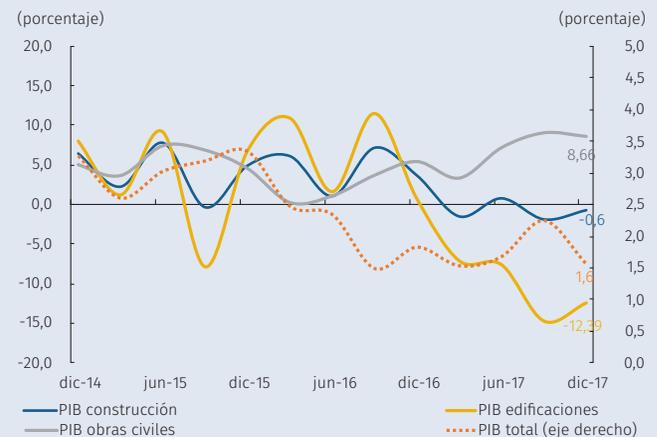
Recuadro 3 El PIB de la construcción durante 2017: algunos hechos estilizados y disparidades

Daniel Parra
José Franco*

La construcción, como uno de los sectores no transables más importantes, no ha sido ajena al ajuste que ha presentado la economía colombiana desde 2014. Aunque el PIB de la construcción creció 2,5% entre 2015 y 2017 y su resultado es superior al PIB total para esos años, es significativamente inferior a su promedio desde 2000 (7,5%). Por otra parte, el debilitamiento sectorial se apreció con mayor intensidad en 2017, cuando el PIB de la construcción se contrajo 0,7%, mientras que la economía colombiana creció 1,8%. Esto cambió el hecho de que esta rama era la que había crecido en la última década por encima de la economía en su conjunto. Asimismo, es importante señalar que la disparidad dentro de dicha actividad se elevó de manera importante desde finales de 2016 (Gráfico R3.1).

La evolución del PIB para el sector construcción en general depende en gran medida del total de área licenciada para la construcción tanto residencial como no residencial, junto con la dinámica de los pagos ejecutados para las obras civiles en el ámbito nacional. De acuerdo con las Cuentas Nacionales producidas por el DANE, el deterioro del sector en 2017 se explica principalmente por el comportamiento del subsector de edificaciones, que cayó 10,4%, lo que contrarrestó el dinamismo del PIB de obras civiles, el cual creció 7,1%. A continuación se explora la heterogeneidad que predominó durante 2017 en la dinámica de la actividad edificadora del país.

Gráfico R3.1
Producto interno bruto
(variación anual)



Fuente: DANE.

Al desagregar la parte de edificaciones, el PIB de las residenciales y no residenciales reportó una contracción de 6,2% y 16,2%, respectivamente¹. Al comparar ambos grupos también se aprecia una disparidad en sus dinámicas. Por ejemplo, mientras que las edificaciones residenciales alcanzaron dos picos en los diciembre de 2014 y 2015, las no residenciales tuvieron su máximo en el segundo semestre de 2016. Aunque los niveles de la causación cayeron en 2017 en ambos casos, es mucho más agudo el caso de las no residenciales (Gráfico R3.2). En particular, en el cuarto trimestre de 2017, mientras que el área causada residencial cayó 0,83%, la no residencial presentó una significativa contracción alrededor del 18%.

El deterioro de la construcción residencial y la no residencial en 2017 se presentó en buena parte en el total del área en proceso y área culminada. Es importante señalar que el mayor peso dentro del total de cada estado de obra es aquella destinada a la construcción residencial². La heterogeneidad en los resultados se aprecia aún más al analizar por región (Gráfico R3.3). Según el CEED, para un total de dieciséis áreas y por estado de obra, se observa que, dentro del total de área culminada, las ciudades que mayor caída presentaron fueron, en su orden, Cúcuta, Popayán, Bogotá, Medellín, Cundinamarca y Barranquilla; justamente aquellas con mayor peso relativo dentro de dicha categoría. En contraste, Cartagena, Ibagué y Pereira mostraron fuer-

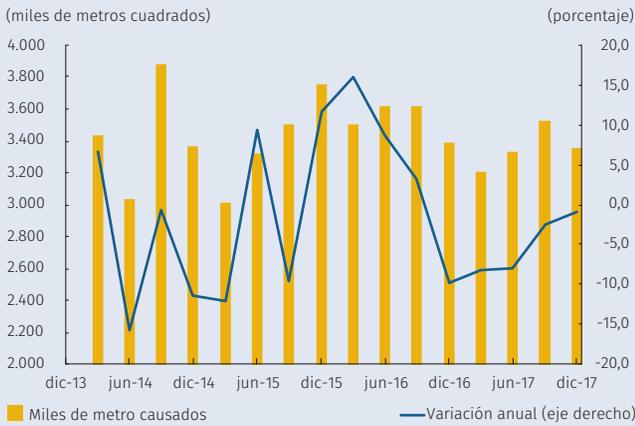
1 La principal fuente de información para el cálculo del PIB de edificaciones es el *Censo de edificaciones* (CEED), publicado por el DANE, el cual contiene información tanto residencial como no residencial clasificada por: ciudades, estrato socioeconómico, estado de obra (culminada, en proceso o paralizada) y capítulos constructivos (excavación y cimentación, estructura y cubierta, mampostería y pañetes, acabados nivel I, II y III).

2 La participación de las construcciones residenciales se sitúan en 72,30% para área culminada, 69,28% para área en proceso de construcción y 70,24% para área paralizada. Por su parte, la participación no residencial oscila alrededor de 30% para dichos estados de obra.

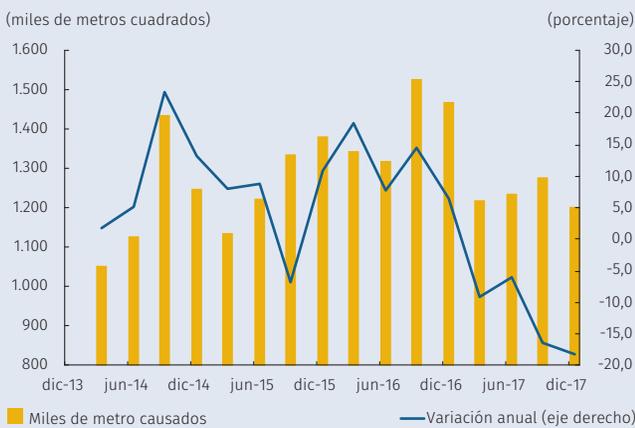
* Los autores son, en su orden, investigador júnior y estudiante en práctica del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones expresadas son exclusivas de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Gráfico R3.2
Área causada

A. Destino residencial

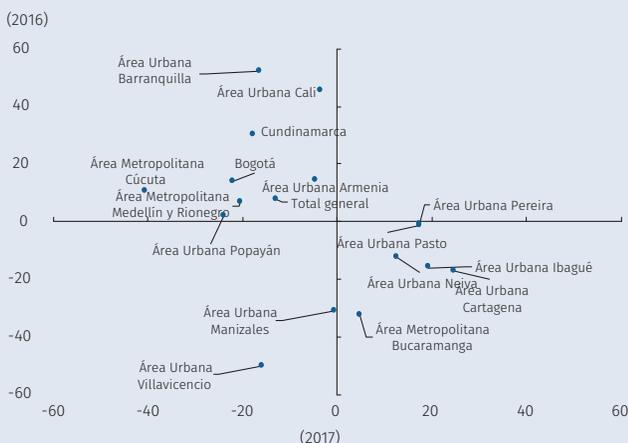


B. Destino no residencial



Fuente: DANE, CEED; cálculos de los autores.

Gráfico R3.3
Área culminada por región
Variaciones anuales 2017 y 2016, porcentaje



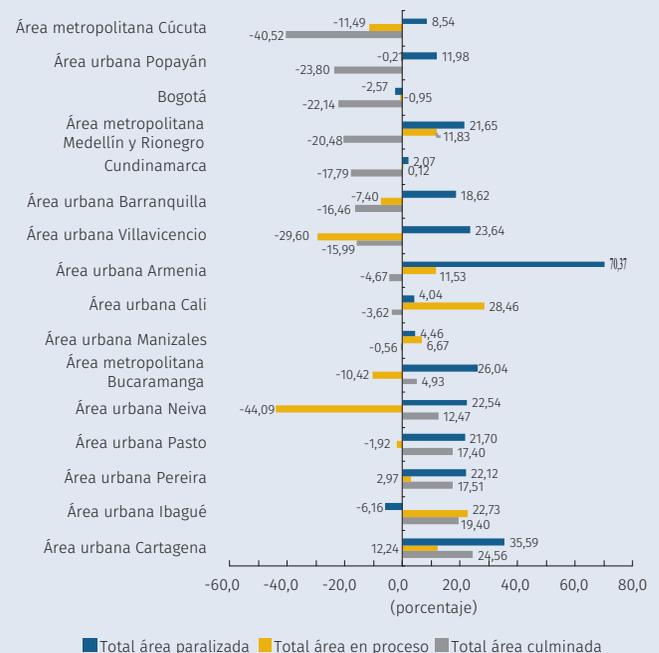
Fuente: DANE, CEED; cálculos de los autores.

tes crecimientos que no fueron suficientes para neutralizar la caída generalizada en buena parte del país. En el caso del área en proceso, se destacó la dinámica de Cali, Ibagué y Medellín, la cual fue contrarrestada principalmente por Neiva, Villavicencio y Cúcuta (Gráfico R3.4).

Respecto a los capítulos constructivos, que están asociados a las fases de construcción de los proyectos, la etapa de estructura y cubierta (35,4%) y mampostería y pañetes (17,3%) tienen la mayor participación dentro del total. Así, durante 2017, mientras que la primera cayó 7,3%, la segunda creció 1,7%. El resto de fases mostraron reducciones importantes, como en el caso de los acabados de nivel II y III (Gráfico R3.5). Por último, por estrato socioeconómico y para el área en proceso de construcción se observó que las caídas se concentraron en el estrato 1, 5 y 6, con variaciones anuales de -35,8%, -4,5% y -1,6%, respectivamente. Aquellos estratos tienen una participación del 33% dentro del total.

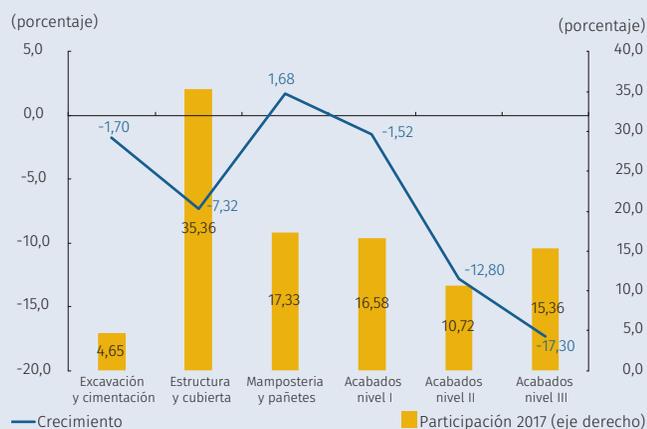
Hacia adelante, el panorama no es muy alentador, ya que el debilitamiento del licenciamiento continuó durante 2017, aunque no se esperan las fuertes caídas que se observaron en dicho año 2017. En particular, el comportamiento registrado en el total de licencias otorgadas el año pasado es explicado por una caída en las de vivienda, que se redujeron en un 8,8% y en las de otros destinos, que se contrajeron 15,1%. En el caso residencial, las licencias para vivienda de interés social (VIS) se redujeron a una tasa de 24,1% y las no VIS (cuyo peso promedio dentro del total de vivienda es superior al 70%) decrecieron en 3,1%.

Gráfico R3.4
Censo de edificaciones, agregado 2017 y 2016^{a/}



a/ Cifras que corresponden al área censada
Fuente: DANE, CEED; cálculos de los autores.

Gráfico R3.5
Área causada, según capítulos constructivos
Total dieciséis áreas



Fuente: DANE, CEED; cálculos de los autores.

Pese al importante crecimiento del PIB de obras civiles durante 2017 (7,1%), este tampoco es ajeno a la heterogeneidad en los resultados. Mientras que los grupos de obras civiles para la minería y otras obras de ingeniería mostraron un importante dinamismo, los grupos de vías férreas y vías de agua cayeron significativamente (Cuadro R3.1). Por su parte, las carreteras tuvieron una leve disminución (-0,1%), la cual está asociada, en parte, con los retrasos en cronogramas y cierres financieros de algunos proyectos de 4G, así como con los problemas relacionados con Odebrecht que pudieron afectar de alguna manera la dinámica de ejecución de pagos en ciertos proyectos. Es importante señalar que el comportamiento del PIB de obras civiles se mantuvo gracias a la alta participación con la que cuentan las obras para la minería (cerca al 50% del indicador) y cuya expan-

sión fue de 10,9% para 2017. Por tipo de entidad se encontró que en 2017 las entidades del orden territorial fueron las que más aportaron al resultado nacional.

Como se describe en el capítulo 4, hacia adelante un riesgo sobre el crecimiento económico es la incertidumbre sobre la ejecución del gasto para los proyectos de carreteras y para la minería. Aunque con los actuales precios del petróleo se esperaría que la dinámica de inversión en obras civiles para la minería se mantenga, la incertidumbre política por las elecciones presidenciales podría frenar la ejecución de los pagos por lo menos durante el primer semestre. Algo similar ocurriría con otro tipo proyectos de inversión como las carreteras.

Cuadro R3.1
Obras civiles por tipo
(porcentaje)

Código	Tipo de obra	Ponderaciones	Variaciones anuales	
			2016	2017
4001	Construcción de carreteras, calles, caminos, puentes, carreteras sobreelevadas, túneles y construcción de subterráneos	27,83	8,7	-0,1
4002	Vías férreas, pistas de aterrizaje y sistemas de transporte masivo	2,6	75,7	-20,2
4003	Vías de agua, puertos, represas y otras obras portuarias.	11,45	4,6	-7,5
4004	Construcciones para la minería y tuberías para el transporte a larga y corta distancia, líneas de comunicaciones y energía	50,87	-17,0	10,9
4008	Otras obras de ingeniería	7,25	14,4	30,1

Fuente: DANE.

05

Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo

La corrección parcial de algunos desbalances macroeconómicos y las cifras de las Cuentas Nacionales de 2017 sugieren que la economía colombiana estaría culminando el proceso de ajuste, ante los diferentes choques que se enfrentaron desde mediados de 2014.

La corrección de los desbalances macroeconómicos enfrenta algunos riesgos. Algunos de ellos son la elevada incertidumbre sobre el precio del petróleo, la dinámica de la demanda mundial y los cambios en las condiciones del financiamiento externo.

La corrección parcial de algunos desbalances macroeconómicos y las cifras de las Cuentas Nacionales de 2017 sugieren que la economía colombiana estaría culminando el proceso de ajuste, ante los diferentes choques que se enfrentaron desde mediados de 2014. Como se ha mencionado en informes anteriores, a la caída de los términos de intercambio, generada por la significativa reducción del precio del petróleo, se sumó la desaceleración de la demanda externa y el fenómeno de El Niño que, en conjunto, impactaron negativamente el crecimiento de la actividad económica y alejaron la inflación de su meta (3%). Por el tamaño y la persistencia de los efectos de estos choques, la política monetaria estuvo encaminada a reencausar la inflación a la meta, con un sendero de convergencia que veló por minimizar el costo en términos de empleo y actividad económica. Para enfrentar la caída en los ingresos petroleros, el Gobierno Nacional propendió por disminuir su ritmo de gasto, amplió su financiamiento externo y realizó una reforma tributaria. El sector privado por su parte, redujo su tasa de inversión y ajustó su ritmo de consumo, principalmente de bienes transables.

El déficit de la cuenta corriente (como porcentaje del PIB) durante 2018 presentaría un cierre adicional, pero menor al observado un año atrás.

Como resultado, en 2017 el déficit de la cuenta corriente volvió a reducirse, mientras que la tasa de cambio real, que a inicios de 2016 había alcanzado su mayor registro de los últimos veinte años, se apreció en 2017 pero mantuvo niveles históricamente altos. El crédito total se desaceleró y los precios de la vivienda moderaron su ritmo de aumento. El PIB mostró señales de que su tasa de expansión habría tocado fondo en el primer trimestre, y en la segunda mitad del año la demanda interna empezó a recuperarse. Adicionalmente, la inflación y sus expectativas continuaron con su trayectoria hacia la meta del 3%.

En el escenario central para 2018, el déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB presentaría un cierre adicional pero menor al observado en 2017. Asimismo, se espera que el PIB muestre una expansión que le permita acercarse a su nivel de pleno empleo, en un entorno de recuperación de la demanda interna. La dinámica de la actividad económica debería generar condiciones más favorables para mercados como el laboral, el crédito y la vivienda. También, se prevé que continúe la convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo, la cual se ha estado dando a un ritmo un poco mayor que el estimado en los primeros tres meses del año. Por último, el escenario central supone que las primas de riesgo, el financiamiento y el comercio mundial se mantengan en niveles favorables, lo que contribuiría a mantener las proyecciones mencionadas y con ello un ajuste adicional de los desbalances macroeconómicos.

Pese a las anteriores señales positivas y el repunte proyectado de la economía colombiana, la corrección de los desbalances macroeconómicos enfrenta algunos riesgos. Con respecto al ajuste esperado de la cuenta corriente, la elevada incertidumbre sobre el comportamiento del precio del petróleo, la dinámica de la demanda mundial y los cambios en las condiciones del financiamiento externo juegan un rol relevante en la continuación del proceso de ajuste. Adicionalmente, es incierta la trayectoria que pueda tomar la tasa de cambio frente a estos factores de riesgo y con ello los efectos sobre la composición del consumo y la producción transable importaba respecto a los bienes locales.

En el contexto interno, aunque los indicadores de confianza de los hogares y las empresas han mostrado una recuperación, estos siguen en niveles bajos. Al tiempo, sectores económicos intensivos en mano de obra como la construcción de vivienda muestran un deterioro. Adicionalmente, la industria y el comercio presentan desempeños favorables, pero permanecen por debajo de su potencial. Si este comportamiento se acentúa, el nivel y la calidad del empleo podrían deteriorarse y afectar otros mercados, como el de crédito. Cabe señalar que el endeudamiento de la economía se mantiene en niveles históricos altos, y que los datos más recientes de cartera continúan mostrando reducciones en su calidad. De esta forma, deterioros adicionales podrían significar obstáculos al proceso de recuperación de la economía mediante mecanismos que frenen el proceso de transmisión de la política monetaria o que restrinjan la oferta de crédito.

El endeudamiento de la economía se mantiene en niveles históricos altos y la cartera continúa mostrando reducciones en su calidad.

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

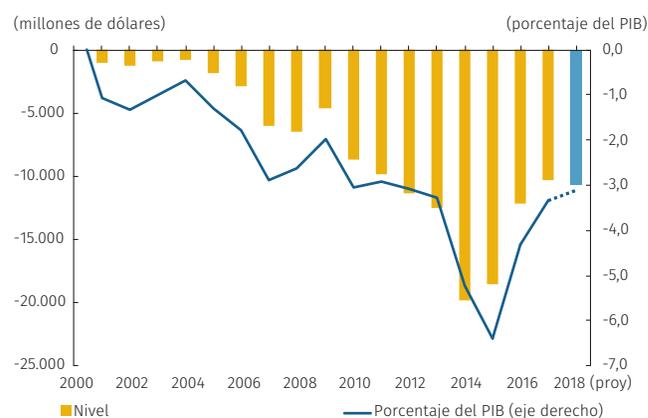
5.1 Cuenta corriente y tasa de cambio real

Los resultados de la balanza de pagos de 2017 y la proyección para 2018 indican que el ajuste del sector externo continuó y que la cuenta corriente seguiría convergiendo a niveles que serían sostenibles en el largo plazo. En efecto, en 2017 el déficit de la cuenta corriente como proporción del producto se redujo 1 pp y se situó en 3,3% y las estimaciones del equipo técnico indican que se ubicaría en 3,1% en 2018 (Gráfico 5.1).

El ajuste de la cuenta corriente en 2017 se explicó por la recuperación de los ingresos y no por la caída de los egresos como había sucedido un año atrás. Por el lado de los ingresos, la depreciación real registrada después del choque petrolero, la mejor dinámica de la demanda externa y la recuperación del precio del petróleo y de los términos de intercambio (véase Gráfico 1.3), fueron factores que contribuyeron a impulsar las exportaciones en dólares, tanto de bienes básicos como de productos no tradicionales y de servicios. El aumento en las remesas de trabajadores fue otro rubro que aportó, aunque en menor medida, a la recuperación de los ingresos. En los egresos, el valor de las importaciones registró una tasa de aumento baja, en gran parte debido a la debilidad de la demanda interna. Este comportamiento del comercio exterior se reflejó en un menor déficit de la balanza comercial y de la cuenta corriente en 2017. Para 2018 también se espera que la dinámica de los ingresos supere la de los egresos, y con esto el déficit externo como proporción del producto vuelva a reducirse.

Al descomponer la cuenta corriente por sectores económicos (Gráfico 5.2), el grupo llamado *resto*, que excluye la minería y el sector público⁵ del total, fue el que explicó el ajuste de 2017. En efecto, en el *resto* de sectores se registró una balanza comercial menos negativa y una mejor

Gráfico 5.1
Déficit en la cuenta corriente



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

Para 2018 se espera que la dinámica de los ingresos supere la de los egresos, y con esto el déficit externo como proporción del PIB vuelva a reducirse.

5 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, ni 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.

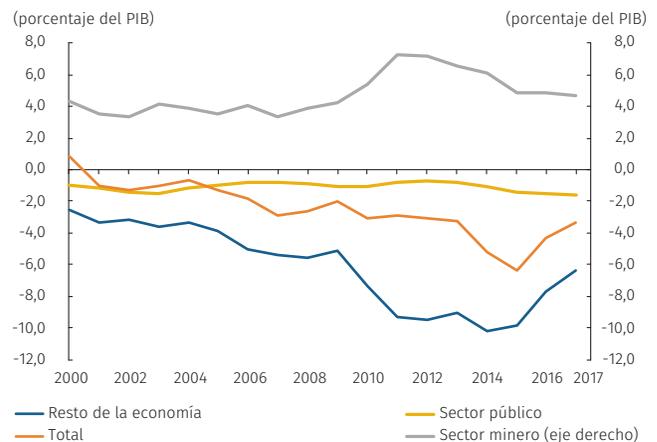
dinámica de las transferencias, con lo cual el déficit corriente de este grupo se acercó a su promedio calculado desde 2000 (-6,1% del PIB). El superávit corriente de la minería tendió a estabilizarse y se situó en 2017 en 4,7% del PIB, en un entorno de recuperación de los términos de intercambio debido a los mayores precios del petróleo. Por su parte, el aumento en el pago de intereses externos de la deuda pública (títulos más préstamos) se reflejó en el mayor déficit corriente de este grupo.

Otro indicador que sugiere que el ajuste del sector externo observado entre 2015 y 2017 se originó en el sector privado, es la estimación del balance entre el ahorro y la inversión construido a partir de las Cuentas Nacionales. Estas cifras indican que en los dos últimos años la tasa de inversión del sector privado se ha desacelerado más que su tasa de ahorro, situación que habría originado un menor déficit externo en este grupo. En el sector público, en los mismos años la tasa de ahorro cayó y la de inversión permaneció relativamente estable, hechos que habrían ampliado el déficit corriente.

Con respecto a la Tasa de Cambio Real (TCR), después de la fuerte caída del petróleo registrada desde mediados de 2014 y hasta mediados de 2016, este indicador registró una depreciación significativa (Gráfico 5.3). En efecto, en ese período, todos los índices de la TCR acumularon aumentos algo superiores al 30%. Posteriormente, esta tendencia se revirtió, aunque a niveles que todavía se mantienen muy por encima del promedio observado en los últimos veinte años. En el primer trimestre de 2018, los diferentes índices de la TCR se apreciaron, en un entorno de recuperación del precio internacional del petróleo y de depreciación nominal del dólar con respecto a las principales monedas del mundo.

En síntesis, la reducción del déficit corriente registrado desde 2016, y que se espera continúe en 2018, es el resultado de una economía que estaría culminando su proceso de ajuste, ante el deterioro del ingreso nacional originado por la caída de los precios del petróleo a mediados de 2014⁶. Pese a este choque, la amplia liquidez internacional contribuyó a que la economía colombiana siguiera financiándose con ahorro externo, dirigido principalmente al sector público. Por su parte, el sector privado redujo la

Gráfico 5.2
Déficit en la cuenta corriente según sectores económicos como porcentaje del PIB



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.3
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.

⁶ Después del choque, los términos de intercambio cayeron, el ingreso nacional del país se deterioró y se registró una fuerte depreciación nominal y real. Coherente con lo anterior, la dinámica del gasto también se deterioró.

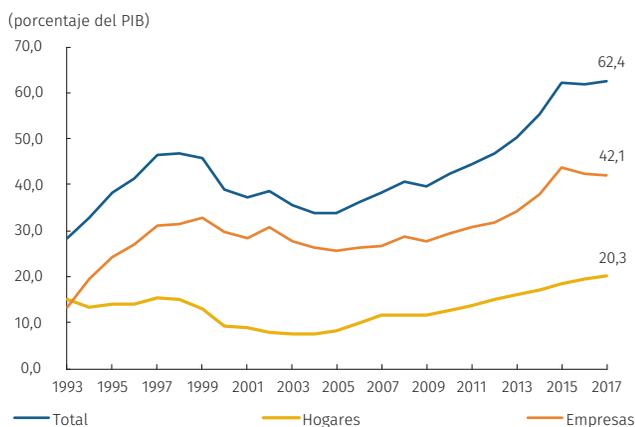
tasa de inversión, moderó la dinámica del consumo (principalmente transables), y recientemente, registró una recuperación de los ingresos externos, originados por el aumento en las exportaciones no tradicionales y de servicios. De esta forma, la financiación externa del sector público, la menor dinámica del gasto privado, la flexibilidad cambiaria y la reciente recuperación de la demanda externa y de los precios del petróleo, contribuyeron a suavizar el impacto del choque adverso petrolero y a mantener un ajuste ordenado de la cuenta corriente y de la economía en su conjunto.

Hacia futuro, el comportamiento del precio del petróleo y los cambios en las condiciones del financiamiento global serán cruciales en el ajuste del sector externo. Por ejemplo, un incremento mayor que el esperado por el mercado en las tasas de interés internacionales, junto con descensos en los precios del petróleo, podrían reflejarse en depreciaciones nominales y reales del peso, y en un cierre de la cuenta (como proporción del PIB) superior al estimado en este *informe*. Si un riesgo como este se materializa, la recuperación esperada de la economía podría verse afectada.

Por el contrario, existe el riesgo de que el proceso de recuperación económica del país esté acompañado de un ajuste externo que se interrumpa o se reverse. En efecto, la reducción del déficit corriente relativo al PIB previsto para 2018 supone, en parte, una sustitución gradual entre el consumo de bienes transables importados por bienes producidos nacionalmente, así como una recuperación de la oferta exportable. No obstante, otra posibilidad es una aceleración de la demanda interna originada por un aumento del gasto en bienes transables producidos en el exterior. Si este aumento no viene acompañado de un incremento del ingreso, la recuperación económica podría implicar una ampliación del déficit corriente hacia niveles que podrían percibirse como no sostenibles.

5.2 Endeudamiento

Gráfico 5.4
Endeudamiento^{a/} de los hogares y las empresas como proporción del PIB

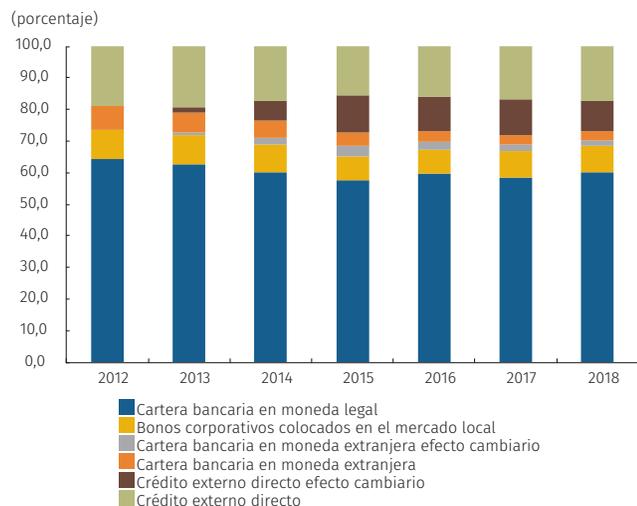


a/ Incluye crédito bancario en moneda legal y extranjera, titularizaciones de cartera hipotecaria, colocaciones de bonos y financiamiento externo directo.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Bolsa de Valores de Colombia, DANE y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

El ajuste que ha registrado la economía colombiana también se ha reflejado en el comportamiento de la deuda de los hogares y las empresas. En efecto, después de crecer por cerca de una década, en los últimos dos años el endeudamiento como proporción del producto registró cierta estabilización, y se situó en niveles históricamente altos. Entre 2016 y 2017 y por sectores, la deuda de las empresas relativa al producto se redujo, mientras que la de los hogares siguió aumentando, aunque de forma más lenta (Gráfico 5.4). Al tiempo, los indicadores de mora y de calidad de la cartera indican un incremento del riesgo de crédito.

La desaceleración del endeudamiento de las empresas registrada en 2016 y 2017 ocurrió como respuesta a varios factores. Por el lado externo, uno

Gráfico 5.5
Endeudamiento de las empresas por fuentes separando efecto cambiario^{a/}



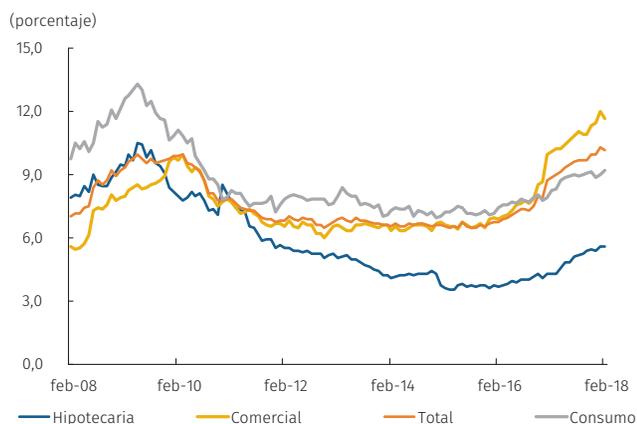
a/ Efecto cambiario con tipo de cambio fijo en dic. 2012: COP 1.768 por dólar.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Bolsa de Valores de Colombia, DANE y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 5.6
Indicadores de cartera vencida y riesgosa

A. Mora: cartera vencida/cartera total



B. Riesgo: cartera calificada de B a E/cartera total



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

de ellos fue el impacto negativo que tuvo la depreciación del peso sobre el saldo de la deuda en moneda extranjera⁷, hecho que desincentivó la demanda por este tipo de préstamos. En efecto, debido al aumento acumulado de la tasa de cambio, entre 2012 y 2015 el saldo total de la deuda de las empresas se incrementó en cerca del 12% (Gráfico 5.5). En 2016 y 2017 este impacto cambiario sobre la cartera comercial se redujo, en parte por la apreciación del peso frente al dólar registrada en esos años. En el contexto interno, la debilidad en la actividad económica que se reflejó en una menor demanda de crédito requerida para financiar las importaciones de materias primas, de bienes de capital y los proyectos de inversión de las empresas. Otro hecho fue el deterioro en los indicadores de la calidad de la cartera (Gráfico 5.6), en parte focalizados en sectores específicos como el transporte masivo, electricidad e infraestructura⁸, los cuales incrementaron la percepción de riesgo y afectaron la oferta de crédito en estos sectores.

En la cartera dirigida a los hogares, la desaceleración se inició desde mediados de 2017; una tendencia que está más acentuada en los créditos de consumo. La debilidad en el gasto de los consumidores, el deterioro en los indicadores del mercado laboral, las menores expectativas de aumentos en los precios de la vivienda, y el aumento en la mora de la cartera, serían algunos de los factores que explicarían la desaceleración en el otorgamiento de créditos de consumo y de vivienda.

En el primer trimestre de 2018, las carteras de consumo e hipotecaria continuaron desacelerándose, pero mantuvieron tasas de aumento mayores que la inflación y que el incremento del PIB nominal (Gráfico 5.7). Por su parte, los créditos a las empresas han registrado mejores ritmos de aumento, principalmente el endeudamiento directo en moneda extranjera, la colocación de bonos y, en menor medida, el crédito comercial en moneda nacional. Este comportamiento del crédito se ha observado en un entorno en el cual las

7 M/E: tanto con bancos nacionales, como directos con otras entidades o empresas del exterior.

8 Afectada especialmente por los créditos a la concesión de la Ruta del Sol.

reducciones de las tasas de interés de política se han transmitido a las tasas de interés de los préstamos, principalmente a los créditos comerciales e hipotecarios, y en menor medida a los de consumo.

Hacia adelante, varios factores de oferta y demanda podrían debilitar la dinámica del mercado de crédito. Por un lado, deterioros adicionales en el mercado laboral, niveles bajos de confianza de los consumidores y las empresas, una recuperación más débil de los socios comerciales del país, y un incremento no anticipado en las tasas de interés internacionales, podrían afectar de forma negativa el comportamiento de la demanda de crédito. Por el lado de la oferta, deterioros adicionales en la calidad de la cartera o una actividad económica débil, podrían desincentivar la colocación de préstamos por parte de las entidades de crédito, aumentar las exigencias para ofrecer préstamos o motivar la compra de otro tipo de activos por parte del sector financiero.

Gráfico 5.7
Cartera bruta en moneda nacional (M/N)
(porcentaje de variación anual de promedios mensuales)



a/ La cartera comercial incluye microcrédito.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

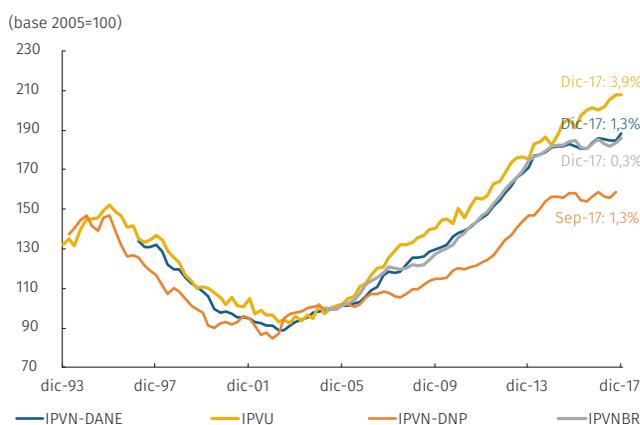
5.3 Precios de la vivienda

El mercado de vivienda también se ha venido ajustando, coherente con las nuevas condiciones de la economía colombiana luego de la caída del precio del petróleo en 2014. Como se mencionó en capítulos anteriores, las Cuentas Nacionales registraron una caída significativa del grupo Edificaciones en 2017. Pese al deterioro en la demanda de este sector, principalmente en estratos altos, en 2017 los aumentos de precios de la vivienda nueva superaron a la inflación (Gráfica 5.8). Adicionalmente, estos incrementos, tanto de vivienda nueva como usada, resultaron menores que el promedio observado en la última década.

En los diferentes índices de precios se aprecian disparidades de comportamiento. Para diciembre de 2017, los índices de precios de la vivienda nueva del DANE y del Banco de la República mostraron una expansión de 1,3% y 0,25%, mientras que el publicado por el DNP se encuentra alrededor de 1,3%. En contraste, en el caso de la vivienda usada se observó una expansión de 3,95% para diciembre de 2017, cuando al inicio de año lo hacía a 2,5%.

En términos de cantidades, aunque la oferta de vivienda sigue creciendo, lo hace a un ritmo menor que lo observado en períodos anteriores. Según cifras de la Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol), la oferta de vivienda acumulada a doce

Gráfico 5.8
Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)^{a/}



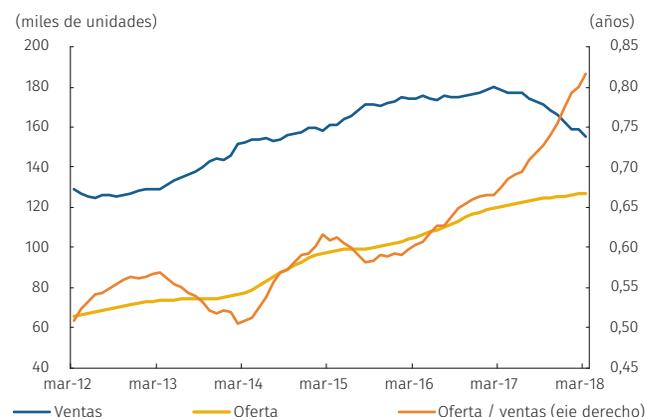
a/ Información al tercer trimestre de 2017 para el IPVN-DNP. Para el IPVNBR, IPVN-DANE y el IPVU el último dato corresponde al cuarto trimestre de 2017.
Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

meses creció 5,3% en marzo de 2018⁹. Por su parte, las cifras de unidades vendidas de Camacol (como aproximación de demanda) mostraron una significativa caída del 13% en marzo de 2018. Así, la desaceleración de la oferta no ha logrado compensar la fuerte caída de la demanda, y con ello, el indicador de oferta sobre ventas se incrementó desde 0,67 en marzo de 2017 a 0,82 en marzo del presente año. Esto último implica que se requieren cerca de ocho meses para vender el total de unidades de vivienda ofrecida (Gráfico 5.9).

Las cifras de Camacol desagregadas entre vivienda VIS y no VIS, muestran un deterioro en las ventas de ambos grupos, pero con una caída más marcada en la no VIS. En particular, en marzo de 2018 las ventas de vivienda VIS y no VIS se contrajeron 7,6% y 19,2%, respectivamente. En el caso de las iniciaciones, las más afectadas fueron las del grupo VIS luego de la culminación de gran parte de los programas del Gobierno orientado a la vivienda de interés prioritario y los subsidios de tasa de interés. Por último, los lanzamientos también reflejaron el deterioro de dicho mercado para ambos grupos (Gráfico 5.10).

Como se señaló en el capítulo anterior, un factor de incertidumbre sobre el repunte de la actividad económica está relacionado con la reactivación de la inversión en construcción de edificaciones. De esta manera, un riesgo latente es que la ralentización de los precios de la vivienda en los últimos dos años, desestimulen nuevos proyectos en el sector y se termine generando un menor valor agregado frente a lo contemplado en el escenario central. El deterioro reciente en el mercado laboral, y el aumento en los indicadores de riesgo de la cartera hipotecaria también podrían ser un obstáculo para la recuperación de la construcción de vivienda. Todo esto podría frenar el proceso de repunte esperado por el equipo técnico, ya que este sector tiene una alta participación en la generación de empleo (6% del total de ocupados) y un nivel elevado de encadenamiento con otros grupos como la industria, el transporte y el comercio. No obstante, se espera que dichos riesgos sean mitigados, en parte, por

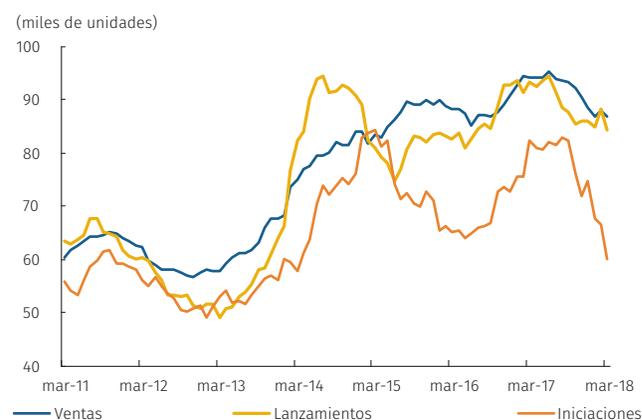
Gráfico 5.9
Vivienda nueva: ventas (acumulado 12 meses) y oferta (promedio 12 meses)^{a/}



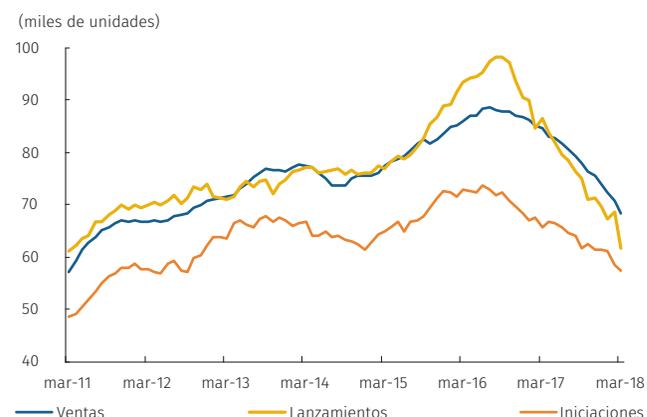
a/ Incluye información de trece regionales.
Fuente: Camacol; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 5.10
Vivienda nueva: ventas, lanzamientos e iniciaciones (acumulado 12 meses)^{a/}

A. Precio menor o igual a 135 SMMMLV: VIS



B. Precio mayor a 135 SMMMLV: no VIS



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

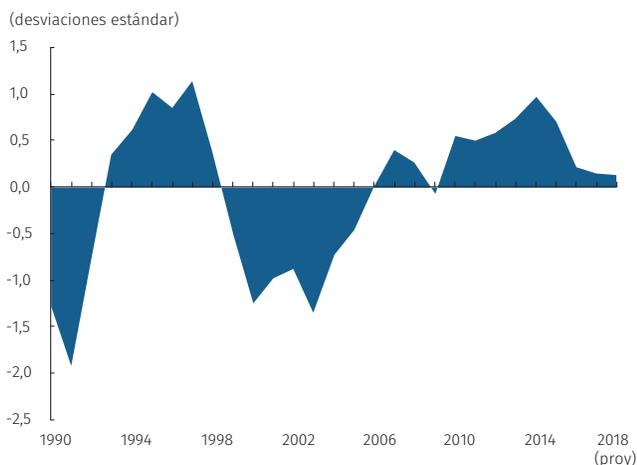
9 Frente a 15% y 6,8% en los diciembre de 2016 y 2017.

el estímulo proveniente de la reducción de las tasas de interés y por la mejora en la capacidad adquisitiva de los hogares debido a la caída de la inflación.

5.4 Índice de desbalance macroeconómico

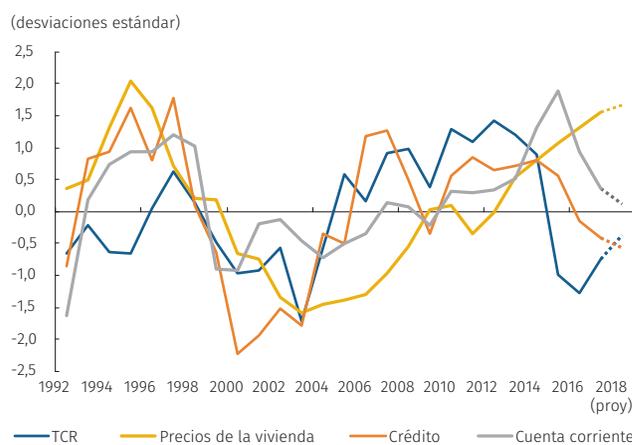
La información disponible junto con las proyecciones del equipo técnico para 2018 sugieren que el déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB continuaría cerrándose. Por su parte, los mayores precios del petróleo contribuirían a la mejora de los términos de intercambio y a mitigar las presiones hacia la depreciación del peso generadas por los aumentos esperados en la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Asimismo, si bien se espera una recuperación en la demanda interna, ésta seguirá débil y su contribución al endeudamiento o a una mejor dinámica del mercado de vivienda sería limitado. En este contexto, en la medida que se registren mejores tasas de crecimiento del PIB y la brecha de producto tienda a cerrarse, los desbalances macroeconómicos seguirían corrigiéndose. Así, se estima que para 2018 el indicador IDM mantenga niveles levemente inferiores frente a los registrados en 2017 (gráficos 5.11 y 5.12).

Gráfico 5.11
Índice de desbalance macroeconómico



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

Gráfico 5.12
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 su brecha positiva indique necesidades de depreciación.
Fuente: Banco de la República.

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 2018 y 2019. Al momento de la consulta los agentes contaban con información al 23 de abril de 2018.

Proyecciones para 2018

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 2,4% igual al estimado en el Informe sobre Inflación del trimestre anterior. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 2,7%.

En cuanto a los precios, los analistas locales estiman una inflación del 3,2% menor al valor registrado en el informe anterior, mientras que los extranjeros prevén una cifra al finalizar el año del 3,3%. Ambas proyecciones se encuentran dentro del rango entre 2,0% y 4,0% alrededor de la meta de inflación fijada por la Junta Directiva del Banco

Cuadro A1
Proyecciones para 2018

	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/}	2,5	3,3	3.100	4,1	3,1	9,3
ANIF	2,3	3,3	n.d.	4,2	2,4	10,7
Banco de Bogotá ^{a/}	2,5	3,0	2.850	4,6	3,1	10,4
Bancolombia ^{a/}	2,5	3,3	2.900	5,0	3,1	10,7
BBVA Colombia ^{a/}	2,0	3,1	2.920	4,3	3,1	11,2
BTG Pactual	2,5	3,2	3.028	n.d.	3,1	9,4
Corficolombiana	2,6	3,3	2.900	4,8	3,1	9,5
Corredores Davivienda ^{b/}	2,6	3,1	2.920	4,8	3,1	10,4
Credicorp Capital ^{c/}	2,3	2,9	2.900	4,4	2,5	10,8
Davivienda	2,6	3,1	2.920	4,8	3,1	10,4
Fedesarrollo ^{a/}	2,4	3,5	n.d.	n.d.	3,1	n.d.
Itaú ^{d/}	2,5	3,0	2.890	4,0	3,1	9,4
Ultraserfinco ^{e/}	2,5	3,3	2.890	4,4	3,2	10,4
Promedio	2,4	3,2	2.929	4,5	3,0	10,2
Analistas externos						
Citibank-Colombia ^{a/}	2,5	3,1	2.847	4,3	3,3	8,7
Deutsche Bank	2,6	3,4	n.d.	n.d.	3,2	9,4
Goldman Sachs	2,5	3,1	2.800	n.d.	3,2	n.d.
JP Morgan	3,0	3,6	2.825	n.d.	3,1	n.d.
Promedio	2,7	3,3	2.824	4,3	3,2	9,1

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antiguo Corredores Asociados.

c/ Antiguo Correal.

d/ Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

e/ Antiguo Ultrabursátiles.

n.d.: no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2019

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	2,7	3,4	3.200
ANIF	3,0	3,5	n.d.
Banco de Bogotá	3,0	3,0	2.875
Bancolombia	3,2	3,1	2.960
BBVA Colombia	3,0	2,8	2.900
BGT Pactual	3,0	3,1	3.080
Corficolombiana	3,3	3,5	2.900
Corredores Davivienda ^{a/}	3,2	n.d.	n.d.
Credicorp Capital ^{b/}	2,8	3,3	2.800
Davivienda	3,2	n.d.	n.d.
Fedesarrollo	2,8	3,0	n.d.
Itaú ^{c/}	3,2	3,0	2.930
Ultraserfinco ^{d/}	2,8	3,2	2.900
Promedio	3,0	3,2	2.949
Analistas externos			
Citibank-Colombia	3,1	3,0	2.850
Deutsche Bank	3,4	3,4	n.d.
Goldman Sachs	3,3	3,0	2.800
JP Morgan	3,3	3,5	n.d.
Promedio	3,3	3,2	2.825

a/Antiguo Corredores Asociados.

b/ Antiguo Correval.

c/Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

d/Antiguo Ultrabursátiles.

n.d.: no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

de la República (JDBR) para 2018, pero por encima de la meta de inflación de largo plazo (3,0%)

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio COP2.929 frente a los COP3.012 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP2.824 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,5%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,2%.

Proyecciones para 2019

Para 2019 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 3,0% y los extranjeros uno de 3,3%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y los extranjeros la proyectan en 3,2%. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP2.949 y las externas de COP2.825.