



INFORME SOBRE  
 INFLACIÓN

Diciembre de 2017

ISSN - 1657 - 7973



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

Diciembre de 2017\*

## NOTA:

En esta edición el capítulo V, “Riesgos a la estabilidad macroeconómica”, no se presentará; no obstante, en adelante se publicará en los *informes* de marzo y septiembre.

\* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 29 de enero de 2018.

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

ISSN - 1657 - 7973



# LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

## OBJETIVOS

La política monetaria en Colombia se rige por un esquema de meta de inflación, en el cual el objetivo principal es alcanzar tasas bajas de inflación y buscar la estabilidad del crecimiento del producto alrededor de su tendencia de largo plazo. Por tanto, los objetivos de la política monetaria combinan la meta de estabilidad de precios con el máximo crecimiento sostenible del producto y del empleo; de esta manera, dicha política cumple con el mandato de la Constitución, y contribuye al bienestar de la población.

## HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) define la meta cuantitativa de inflación. Las acciones de política de la JDBR están encaminadas a cumplir la meta y a situar la tasa de inflación alrededor de 3% en el largo plazo. La medida de inflación que se tiene en cuenta es la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC).

## PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, y en la evaluación del pronóstico de inflación frente a las metas. Si la evaluación sugiere, con suficiente grado de confianza, que bajo las condiciones vigentes de la política monetaria la inflación se desviará de la meta en el horizonte de tiempo en el cual opera esta política, y que dicha desviación no se

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

## COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

# CONTENIDO

Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	15
A. Contexto internacional	15
B. Balanza de pagos	21
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	30
A. Comportamiento del PIB durante el tercer trimestre de 2017	30
B. El PIB del cuarto trimestre de 2017 y para todo 2017	34
Recuadro 1: Panorama de la vivienda VIS y no VIS	43
III. Desarrollos recientes de la inflación	47
A. La inflación básica	50
B. Inflación de alimentos	53
IV. Pronósticos de mediano plazo	54
A. Crecimiento económico para 2018	54
B. Inflación	58
Recuadro 2: Reducción de la frecuencia de las reuniones de política monetaria	67
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	69

# ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Indicadores de inflación anual total en los Estados Unidos y la zona del euro	16
Gráfico 2	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	17
Gráfico 3	Índice de términos de intercambio	17
Gráfico 4	Tasa de interés de los bonos soberanos a diez años para algunas economías avanzadas	17
Gráfico 7	Crecimiento promedio de los socios comerciales	18
Gráfico 5	Índices de volatilidad financiera	18
Gráfico 6	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	18
Gráfico 8	Exportaciones e importaciones de servicios	20
Gráfico 9	Exportaciones totales de bienes (FOB)	23
Gráfico 10	Importaciones totales FOB	24
Gráfico 11	Producto interno bruto	30
Gráfico 12	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	34
Gráfico 13	Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado)	35
Gráfico 14	Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles ni vehículos automotores, desestacionalizado)	35
Gráfico 15	Encuesta mensual del comercio al por menor (comercio minorista de vehículos automotores, desestacionalizado)	36
Gráfico 16	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	36
Gráfico 17	Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF en maquinaria y equipo, equipo de transporte	39
Gráfico 18	Producción de petróleo	40
Gráfico 19	Producción de café	40
Gráfico 20	Producción industrial real sin refinación de petróleo	40
Gráfico 21	Índice de confianza de la industria (Fedesarrollo)	41
Gráfico 22	Inflación total al consumidor	47
Gráfico 23	Salarios nominales	49
Gráfico 24	IPP por procedencia	50
Gráfico 25	Indicadores de inflación básica	50
Gráfico 26	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	51
Gráfico 27	IPC de no transables, sin alimentos ni regulados	51
Gráfico 28	IPC de regulados y sus componentes	52
Gráfico 29	IPC de alimentos	53
Gráfico 30	IPC de alimentos por grupos	53
Gráfico 31	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	58
Gráfico 32	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	58
Gráfico 33	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	61
Gráfico 34	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	62
Gráfico 35	Encuesta trimestral: inflación observada y expectativas de inflación	62
Gráfico 36	Expectativas de inflación derivadas de los TES	62
Gráfico 37	<i>Fan chart</i> de la inflación total	63
Gráfico 38	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos ni regulados	63
Gráfico 39	Corte transversal del <i>fan chart</i> de inflación total para diciembre de 2018	66

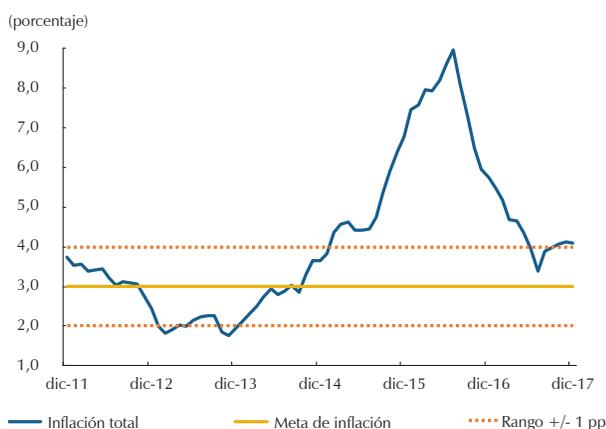
# ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	19
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	21
Cuadro 3	Balanza de pagos	28
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	31
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	33
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	48
Cuadro 7	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	58
Cuadro 8	Probabilidad estimada de que la inflación en diciembre de 2018 esté entre 2,0% y 4,0%	65
Cuadro 9	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> de la inflación total	66



# EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Gráfico A  
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En el último bimestre de 2017 la inflación se incrementó algo más de lo esperado y finalizó el año en 4,09% (Gráfico A). Este comportamiento se explicó por la aceleración del índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos, cuya variación anual a diciembre se situó en 5,01%. Dentro de esta última canasta todos los grandes grupos (transables, no transables y regulados) registraron mayores ritmos de aumento y finalizaron el año con tasas anuales superiores a la meta del 3%.

Al igual que el IPC sin alimentos, las otras medidas de inflación básica también se aceleraron en los últimos dos meses de 2017. En lo corrido del año pasado hasta octubre, estas medidas habían registrado una tendencia descendente, aunque se mantenían por encima de

la meta como consecuencia de la indexación de precios, de la persistencia de la inflación y del efecto transitorio de los nuevos impuestos indirectos a comienzos del año pasado. El promedio de las cuatro medidas de inflación básica se alejó más de la meta y a diciembre se situó en 4,66%.

El pronóstico para marzo del equipo técnico del Banco sugiere que la inflación anual tendrá un descenso importante, aunque registraría una tasa algo mayor que la proyectada en el *Informe sobre Inflación* pasado. Según el nuevo pronóstico, en el primer trimestre de 2018 la inflación se situará alrededor del 3,6%, en lugar del 3,4% proyectado en octubre. Este aumento se explica, principalmente, por una cotización del petróleo que a la fecha se ha incrementado más que la apreciación registrada del peso, situación que de mantenerse presionaría al alza el IPC de regulados. También, por un incremento del salario mínimo muy superior a la meta de inflación, que ejercería presiones de costos laborales, particularmente en la producción de algunos bienes y servicios intensivos en mano de obra con este tipo de

remuneración (por ejemplo, comidas fuera del hogar, administración de edificios, servicios de aseo del hogar, etc).

Con respecto a las expectativas de inflación para 2018 y 2019, la encuesta aplicada a los analistas y las que resultan de los papeles de deuda pública presentaron leves aumentos y se sitúan en un rango entre 3,2% y 3,6%. La encuesta trimestral aplicada a empresas, sindicatos y académicos sugiere que en diciembre del presente y siguiente año la inflación podría ubicarse en 3,8%.

El anterior comportamiento de la inflación y de sus expectativas se registró junto con una débil dinámica de la economía y una brecha de producto negativa. El pronóstico de crecimiento del producto interno bruto (PIB) para todo 2017 (1,6%) no cambió y se mantuvo por debajo del crecimiento potencial de la economía. Según estas proyecciones, a finales de 2017 la demanda interna se habría desacelerado y su crecimiento habría sido menor que el del producto. En el mismo período la demanda externa habría jalonado el crecimiento debido al comportamiento favorable de las exportaciones.

Las cifras de la balanza de pagos también reflejan una economía que se está ajustando de forma ordenada. En el pasado trimestre las exportaciones en dólares se aceleraron, debido al aumento de las ventas externas de petróleo, carbón, y productos no tradicionales. El aumento anual de las importaciones habría sido negativo, en parte por una base alta de comparación y por la debilidad de la demanda interna. Al menor déficit de la balanza comercial se le adicionarían los mayores ingresos generados por el crecimiento importante de las remesas de los trabajadores. Con esto, el equipo técnico redujo desde 3,7% del PIB a 3,5% del PIB su estimación del déficit en la cuenta corriente para 2017, y proyecta que seguirá reduciéndose a 3,3% del PIB en 2018.

En el mercado del crédito las cifras a diciembre reflejaron una cartera real que se está recuperando de forma lenta, con una dinámica determinada en buena parte por el crédito comercial (incluye moneda extranjera, crédito directo externo y bonos). La cartera dirigida a los hogares se sigue desacelerando, pero aún registra altas tasas reales de aumento. Estos comportamientos se dan desde niveles históricamente altos de la deuda relativa al producto, tanto de los hogares como de las empresas.

Las reducciones en las tasas de interés de referencia estarían contribuyendo a la recuperación del crédito. Estas reducciones se han transmitido a las tasas de interés de los préstamos, principalmente a la de los comerciales e hipotecarias, y en menor medida a las de consumo. A diciembre y en términos reales la tasa de interés de política se encuentra por debajo de su promedio calculado desde el año 2000, al igual que las tasas reales de los créditos ordinarios, hipotecarios y de consumo (exceptuando tarjetas de crédito).

En el mercado laboral, en el trimestre móvil a noviembre la tasa de desempleo para las trece áreas metropolitanas aumentó y continuó con una tendencia creciente, comportamiento que completa más de un año. A pesar de este deterioro

en las cifras de desempleo, los indicadores de salarios de varios sectores de la economía se ajustaron a tasas superiores a la meta de inflación, hecho explicado en gran medida por su indexación a la alta inflación de finales de 2016 (5,75%). Es probable, y deseable, que en las negociaciones salariales de 2018 (distintas al mínimo) se tenga en cuenta la fuerte reducción registrada en la inflación pasada y esperada para el próximo futuro, mucho más cercana a nuestra meta de largo plazo de 3%. Adicionalmente, las estimaciones del equipo técnico del Banco indican que el mercado de trabajo está holgado, situación que contribuirá a mitigar las presiones de costos laborales sobre los precios.

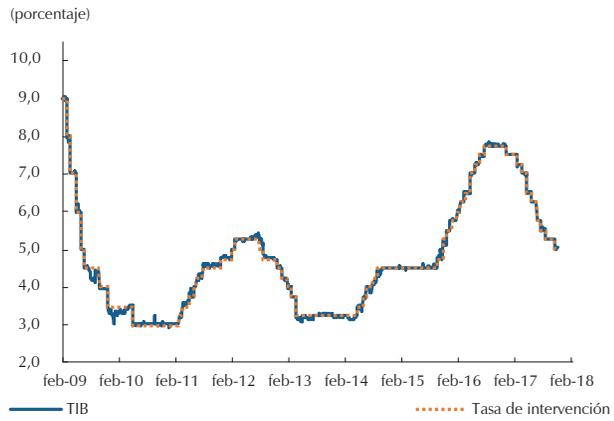
Con todo lo anterior, el equipo técnico mantuvo la proyección de crecimiento para 2018 en 2,7%. Además de la mayor demanda externa esperada y de la recuperación que se proyecta en los términos de intercambio, existen otras razones que sugieren que el desempeño del producto en el presente año será superior al registrado en 2017. En primer lugar, las reducciones de las tasas de interés de política realizadas hasta el momento y la menor inflación deberían soportar una mejor dinámica del crédito, de la inversión y del gasto de los hogares. Adicionalmente, en 2018 la inversión estaría impulsada por una mayor ejecución en las obras civiles (en especial las 4G) y es probable que, de mantenerse el precio del petróleo en niveles altos, la inversión extranjera directa dirigida a este sector se siga recuperando. De todos modos, la dinámica del PIB sería inferior al de su potencial de largo plazo (3,3%), con lo cual los excesos de capacidad instalada de la economía volverían a ampliarse.

Con respecto al comportamiento esperado de los precios al consumidor en 2018, varios factores deberían contribuir a la convergencia de la inflación a la meta del 3%. En primer lugar, si la oferta de alimentos se mantiene amplia, los precios de este grupo podrían seguir ajustándose con aumentos inferiores a la meta. Adicionalmente, en el segundo trimestre el efecto directo del impuesto al valor agregado (IVA) sobre la inflación anual debería haberse diluido totalmente. También, se espera que los precios más rígidos, al igual que los salarios distintos al mínimo, se indexen a una inflación más baja que la observada en los años anteriores. Asimismo, una brecha de producto más negativa y un mercado laboral más holgado deberían aportar a la desaceleración de la inflación.

En síntesis, en el último trimestre de 2017 la inflación total y básica se mantuvieron por encima de la meta. El pronóstico de inflación y sus expectativas indican que en 2018 la inflación tendrá un descenso importante, pero a un nivel que todavía superaría el 3%. En el mismo sentido, el mercado laboral se encuentra holgado y posiblemente contribuirá a mitigar las presiones de costos laborales sobre los precios. El pronóstico de crecimiento económico para 2017 y 2018 no cambió y sugiere que la brecha negativa del producto continuará ampliándose en el presente año.

Con el anterior escenario macroeconómico, en los pasados tres meses la Junta evaluó el balance de riesgos entre los mayores excesos de capacidad productiva junto con una recuperación esperada de la economía, y la velocidad de convergencia de la inflación a la meta. Al realizar esta evaluación, en noviembre de 2018 y

Gráfico B  
 Tasa de interés de intervención del Banco de la República y  
 tasa de interés interbancaria (TIB)  
 (2009-2017)<sup>a/</sup>



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 8 de febrero de 2018.  
 Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

enero de 2019 la Junta decidió reducir la tasa de interés de referencia en 25 pb, para situarla en 4,5%. Con la información disponible, la Junta consideró que así se completa el ciclo de reducción de tasas (Gráfico B).

**Juan José Echavarría**  
**Gerente General**

# INFORME SOBRE INFLACIÓN

**Elaborado por:**

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

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

**Gerente**

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica

Jorge Hernán Toro

**Subgerente**

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

**Director**

Sección de Inflación (\*)

Adolfo León Cobo

**Jefe**

Juan Sebastián Amador

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Juan Pablo Cote

Daniel Parra

Nicolás Martínez

Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez

**Jefe**

Luis Hernán Calderón

David Camilo López

María Alejandra Prieto

Asistente del Departamento de Programación e Inflación

Celina Gaitán

(\*) En la elaboración de este informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Diego Rodríguez, Jesús Antonio Bejarano, Carlos Leonardo Barreto Vargas, César Anzola y Joao Hernández, del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Aaron Garavito de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica y Fernando Arias de la Subgerencia de Estudios Económicos; José Franco Sepúlveda, Miguel Arquez Abdala, Isleny Carranza, estudiantes en práctica.

# I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

**En este informe aumentó levemente el pronóstico de crecimiento promedio** de los socios comerciales de Colombia para 2018. Se continúa esperando una recuperación de la demanda externa, aunque a un ritmo menor que el de su promedio histórico.

**En el escenario central se espera ahora un mayor precio del petróleo** promedio para 2018, aunque a un nivel menor que lo observado en lo corrido del año.

**Durante 2017 a septiembre, el déficit corriente del país como proporción del PIB se ubicó en 3,7%**, por debajo del registrado el año pasado. Para todo 2017 se estima un ajuste del desbalance externo, tanto en dólares como en porcentaje del PIB, el cual se espera que continúe en 2018.

## A. CONTEXTO INTERNACIONAL

El contexto externo enfrentado por Colombia mejoró a un ritmo mayor que el esperado en el *Informe sobre Inflación* anterior. Los resultados del producto interno bruto (PIB) disponibles han revelado una dinámica más favorable que la pronosticada para varios de los países monitoreados: notablemente en los Estados Unidos, la zona del euro, China, Brasil y Ecuador. De igual forma, la información disponible para el cuarto trimestre sugiere que esta tendencia habría continuado.

El principal cambio en el contexto externo fue el importante incremento observado en los precios internacionales del petróleo desde agosto del año pasado. Este fenómeno se debe en especial a las mejores perspectivas de crecimiento económico que estimulan la demanda por este bien. Adicionalmente, aunque la producción de petróleo ha aumentado (sobre todo en los Estados Unidos), los incrementos han sido contrarrestados por el mayor cumplimiento de los acuerdos de límites a la producción, suscritos por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Por otro lado, la fuerte temporada invernal en el hemisferio norte también ha estimulado la demanda por energía.

En esta ocasión se espera una normalización más rápida de la política monetaria de las economías avanzadas que en el informe anterior. Esto está fundamentado

*En los últimos meses se ha observado un importante incremento en los precios internacionales del petróleo, explicado principalmente por las mejores perspectivas de la demanda.*

en el mayor crecimiento esperado. Sin embargo, esta normalización continuaría dándose de forma gradual en el horizonte de pronóstico. Por tanto, así como hace un trimestre, el escenario central de pronóstico aquí presentado no contempla que este proceso afecte las condiciones de financiamiento externo para Colombia u otras economías emergentes.

## 1. Actividad real, inflación y política monetaria

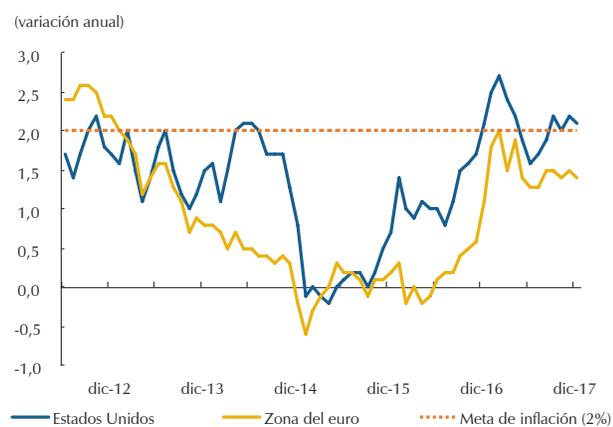
Los datos disponibles para el cuarto trimestre sugieren que la actividad económica continuó con tendencia positiva en los Estados Unidos. Al cierre estadístico de este Informe<sup>1</sup>, el PIB real de los Estados Unidos creció 2,6% en el cuarto trimestre, frente a un 3,0% esperado por el mercado. Esto representa una desaceleración frente al tercero, explicada por una reducción en el crecimiento de la acumulación de inventarios. Así, el PIB de todo 2017 creció 2,3%, acorde con el escenario alto de pronóstico de crecimiento de los socios comerciales del Informe sobre Inflación de septiembre. Hacia adelante el mercado anticipa algún impulso derivado de la aprobación de la reforma tributaria a finales de año, la cual incluye recortes en impuestos para corporaciones y hogares.

En la zona del euro el crecimiento del producto del tercer trimestre fue de 2,8% anual, continuando con la tendencia a la aceleración que se viene observando desde comienzos de 2016. Esta dinámica estuvo soportada tanto por la demanda interna como por las exportaciones netas. La información disponible al cuarto trimestre sugiere que continúa la recuperación, a un ritmo mayor que el esperado anteriormente.

En los últimos meses la inflación ha moderado su tendencia al alza en las economías avanzadas. La inflación en los Estados Unidos en diciembre registró 2,1%

anual, mientras que las diferentes medidas de inflación básica continúan por debajo del 2%. En particular, la medida preferida por la Reserva Federal (Fed), el deflactor implícito del consumo, mostró una variación anual de 1,5% en noviembre. De igual forma, en la zona del euro la inflación básica continúa muy por debajo del 2%, a pesar de haber presentado una ligera aceleración en los últimos meses. En diciembre la inflación total fue de 1,4% anual, mientras que la núcleo registró un 0,9% anual (Gráfico 1).

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



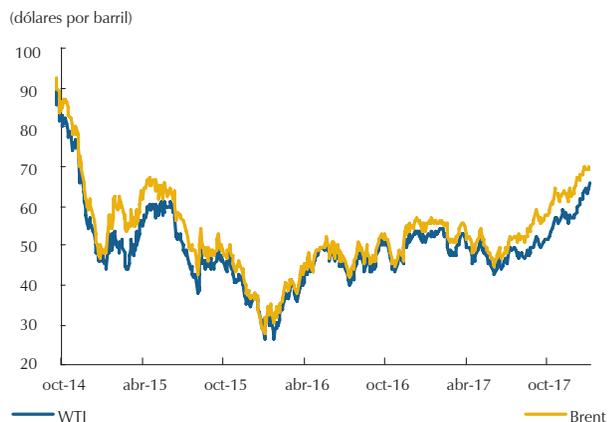
Fuente: Bloomberg.

## 2. Precios de los productos básicos

En lo referente a los precios de los bienes exportados por Colombia, cabe resaltar el importante incremento

1 Lunes 29 de enero de 2018.

**Gráfico 2**  
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Banco de la República.

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



Fuente: Bloomberg.

observado en el petróleo. Varios factores contribuyeron a este aumento (Gráfico 2). En primer lugar, la expectativa de un mayor crecimiento global implica una demanda de petróleo más alta. Adicionalmente, aunque la oferta mostró algún aumento, esta ha sido compensada por el cumplimiento de los acuerdos de la OPEP de límites a la producción. Estos topes habrían permitido al mercado absorber la mayor producción de países como los Estados Unidos. Por otro lado, el invierno ha sido más fuerte que lo usual en el hemisferio norte, lo cual ha presionado al alza la demanda por energía.

Así, durante el segundo trimestre, los términos de intercambio del país continúan mostrando una recuperación con respecto a 2016. A octubre de 2017 se ubicaban en niveles que no se observaban desde 2014 (Gráfico 3).

### 3. Mercados financieros

En las últimas semanas las tasas de interés de largo plazo de las economías avanzadas han mostrado una tendencia al alza, asociada con la expectativa de mayor crecimiento y con una política monetaria menos expansiva en los Estados Unidos y la zona del euro. Sin embargo, permanecen en niveles bajos, relativas a su historia (Gráfico 4).

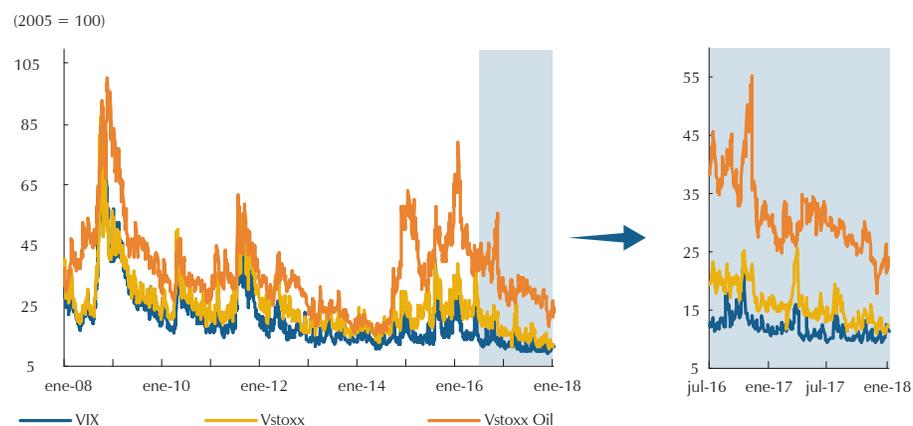
Así, se continuó observando una notable estabilidad en los mercados financieros globales, reflejada en los bajos niveles de los índices de volatilidad (Gráfico 5). Por tanto, se sigue presentando una elevada demanda por riesgo, que mantiene en niveles bajos las primas de riesgo.

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

### 4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Teniendo en cuenta la información disponible, el pronóstico de crecimiento económico de los socios comerciales de Colombia para todo 2018 mostró un leve incremento con respecto al *Informe* de septiembre.

Gráfico 5  
Índices de volatilidad financiera



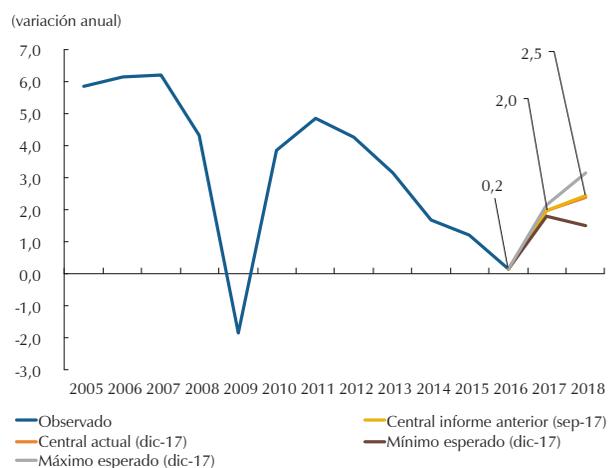
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Se espera que, al menos durante el horizonte de pronóstico, la demanda interna continúe siendo el motor de crecimiento en las economías avanzadas. En las emergentes se prevé una recuperación, soportada por la demanda mundial y por los precios de los bienes básicos. Así, se continúa esperando una aceleración del crecimiento de los socios comerciales en 2018 frente a 2017.

Para los socios comerciales del país se proyecta una expansión económica (ponderada por el comercio no tradicional) de 2% anual para 2017 y de 2,5% para 2018 (Gráfico 7). Las siguientes fueron las revisiones de los pronósticos individuales del escenario central con respecto al *Informe anterior* (Cuadro 1).

Cuadro 1  
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2016	Proyecciones para 2017			Proyecciones para 2018		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
<b>Principales socios</b>							
Estados Unidos <sup>a/</sup>	1,5	2,1	2,2	2,3	1,6	2,6	3,4
Zona del euro	1,8	2,1	2,3	2,5	1,5	2,3	2,9
Venezuela <sup>b/</sup>	(15,7)	(12,0)	(10,0)	(8,0)	(8,0)	(5,0)	(2,0)
Ecuador	(1,6)	1,8	2,1	2,4	0,0	1,5	2,5
China <sup>c/</sup>	6,7	6,7	6,8	6,9	5,5	6,5	7,0
<b>Otros socios</b>							
Brasil	(3,5)	0,7	0,9	1,1	1,0	2,4	3,4
Perú	4,0	2,5	2,7	2,9	2,8	4,0	4,8
México	2,9	1,8	2,1	2,3	1,3	2,2	3,0
Chile	1,6	1,2	1,5	1,8	1,4	2,7	3,4
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)	0,5	1,8	2,0	2,2	1,5	2,5	3,2

a/ El dato del crecimiento del PIB de los Estados Unidos del cuarto trimestre fue publicado el 26 de enero. Este dato hizo parte del conjunto de información utilizado por la Junta Directiva del Banco de la República para su decisión del 29 de enero; sin embargo, los pronósticos aquí presentados no incorporaron esta nueva información.

b/ El dato de 2016 para Venezuela corresponde a una estimación.

c/ El dato de crecimiento del PIB de China del cuarto trimestre fue publicado el 18 de enero. Este dato hizo parte del conjunto de información utilizado por la Junta Directiva del Banco de la República para su decisión del 29 de enero; sin embargo, los pronósticos aquí presentados no incorporaron esta nueva información.

Fuente: Bloomberg; proyecciones y cálculos del Banco de la República.

- En los Estados Unidos se revisó levemente al alza el crecimiento de 2017<sup>2</sup>. Esto se debe a que no se materializó el efecto negativo esperado en el tercer trimestre derivado de los eventos climáticos. El efecto sobre la producción fue menor que lo estimado y fue compensado por una dinámica favorable en algunos sectores. Para 2018 la revisión fue al alza, puesto que los datos disponibles sugieren que el mayor crecimiento observado persistiría en los próximos trimestres, con algún impulso adicional debido al reciente recorte de impuestos.
- En la zona del euro de nuevo se revisó al alza el crecimiento para 2017 y 2018, debido a que los datos sobre su actividad económica han resultado ser mejores que lo esperado.
- El crecimiento de China para 2018 se revisó ligeramente al alza, puesto que sus datos fueron superiores a lo previsto. Hacia adelante esta economía se vería favorecida por la mayor demanda global proyectada. Además, continuaría el proceso ordenado de conversión hacia una economía más dependiente del consumo interno. Esto último implica una desaceleración continua del crecimiento más allá del horizonte de pronóstico.
- Con respecto al informe anterior, en América Latina el crecimiento para 2017 se revisó al alza en cuatro de los países monitoreados por el equipo técnico: Brasil, Ecuador, México y Chile; y se redujo de nuevo para Perú

2 El dato del crecimiento del PIB de los Estados Unidos del cuarto trimestre fue publicado el 26 de enero. Este dato hizo parte del conjunto de información utilizado por la Junta Directiva del Banco de la República para su decisión del 29 de enero; sin embargo, los pronósticos aquí presentados no incorporaron esta nueva información

*El escenario central contempla una inflación de las economías avanzadas con alguna tendencia ascendente, mayor que la esperada hace un trimestre.*

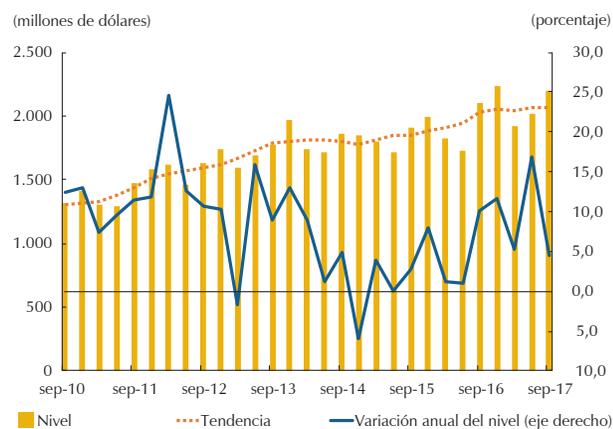
y Venezuela. En cuanto a 2018, aumentaron los pronósticos de crecimiento de Brasil y Ecuador; pero se revisó a la baja la expectativa para Venezuela, Perú y México, mientras que la de Chile se mantuvo inalterada.

El escenario central de crecimiento aquí presentado de nuevo contempla una inflación de las economías avanzadas con alguna tendencia ascendente. Esta expectativa implica un incremento de los precios algo mayor que la del *Informe* de septiembre.

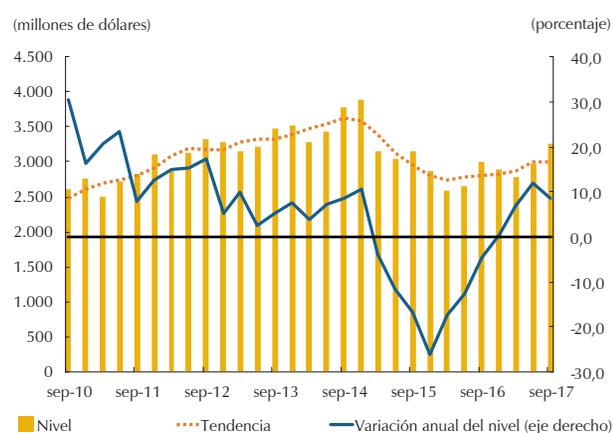
Lo anterior derivaría en tres incrementos de la tasa de política de la Fed durante 2018. Así, a finales de 2018 su límite superior se ubicaría en 2,25%. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que aún si ocurre lo anterior, la tasa de interés continuaría en niveles históricamente bajos (Gráfico 8). Por otro lado, no se anticipan incrementos en la tasa de política del Banco Central Europeo.

Gráfico 8  
Exportaciones e importaciones de servicios  
(trimestral)

A. Exportaciones de servicios



B. Importaciones de servicios



Fuente: Banco de la República.

En el escenario central, se incorpora un leve 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 derivados de otros eventos internacionales sobre el crecimiento económico.

En cuanto a los pronósticos del precio de las materias primas, en el escenario central el cambio más importante se dio para el petróleo (Cuadro 2), el cual se revisó al alza para 2018. Esto, en vista del mayor nivel observado de 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.

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

- *Una corrección de los mercados financieros globales:* en los últimos meses se han observado incrementos importantes de los precios de los activos en un ambiente de baja volatilidad. Esto podría desembocar en una corrección a la baja, que afectaría el crecimiento y la confianza.
- *Altos niveles de endeudamiento:* los niveles de apalancamiento continúan representando un

Se anticipan tres incrementos de la tasa de política de la Fed durante 2018. Así su límite superior se ubicaría a finales de año cerca de 2,25%.

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

	2017	Proyecciones para 2018		
		Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado
Petróleo Brent (dólares por barril)	55	50	60	70
Carbón (dólares por tonelada)	70	54	66	81
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	1,52	1,30	1,56	1,90
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	10.469	10.000	11.500	13.000
Oro <sup>a/</sup> (dólares por onza troy)	1.258	1.500	1.280	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.

riesgo para la estabilidad financiera global. No se puede descartar que este fenómeno conduzca a un crecimiento menor que el esperado.

- *Menor inversión en los Estados Unidos que en el escenario central:* buena parte de las expectativas de mayor crecimiento en los Estados Unidos descansan sobre el supuesto de que 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 (Nafta); noticias adversas relacionadas con la negociación del *brexit*; mayores tensiones en la península de Corea, y un deterioro de la situación política entre España y Cataluña.

El principal riesgo al alza considerado es:

- *Una recuperación cíclica de la economía mundial mayor que la anticipada:* de nuevo los datos de la actividad económica han resultado ser mejores que los esperados por el mercado y que lo presentado en el *Informe* de septiembre. De continuar esta tendencia, el crecimiento podría ser mayor que el contemplado en el escenario central descrito.

No se descarta una posible corrección de los precios de los activos a nivel global, que podría afectar negativamente la confianza y el crecimiento.

## B. BALANZA DE PAGOS

### 1. Resultados al tercer trimestre de 2017

Durante los tres primeros trimestres de 2017 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 8.363 m, menor en dólares al de un año atrás, cuando se ubicó en USD 9.677 m. Como proporción del PIB, este fue

*Durante 2017 a septiembre, la cuenta corriente de la balanza de pagos fue menos deficitaria en USD 1.314 m respecto a 2016.*

de 3,7%, lo que significó una reducción de 1,05 puntos porcentuales (pp) frente al 4,8% observado en igual período de 2016. Es importante anotar que parte de la reducción del déficit como porcentaje del PIB es resultado del efecto de la apreciación del peso frente al dólar en la medición del PIB nominal en dólares.

El menor déficit corriente en dólares estuvo explicado, principalmente, por el menor déficit comercial de bienes (USD 2.691 m), el cual compensó el incremento de los egresos netos por renta factorial (USD 1.649 m) y el aumento en el déficit de servicios (USD 283 m). Las mayores transferencias corrientes (USD 555 m) también aportaron al descenso del déficit externo. Como resultado de la mejora de los términos de intercambio del país, debido al incremento de los precios de exportación, los ingresos corrientes registraron un crecimiento del 14,1%, tasa mayor a la observada en los egresos (8,5%).

La disminución del déficit comercial de bienes ocurrió gracias al crecimiento de las exportaciones por USD 3.928 m (16,2%), que compensó de sobra el incremento de las importaciones (USD 1.237 m, 3,9%). El aumento de las ventas externas se dio en un entorno de mayores precios de los principales bienes básicos, en especial de petróleo y carbón. Adicionalmente, las ventas de productos industriales registraron niveles mayores a los de un año atrás (+6,3%). Por otro lado, el incremento de las compras externas del país a septiembre revela la leve recuperación del consumo durable, y las mayores importaciones de equipo de transporte (en especial aeronaves) y de bienes para la industria (tanto materias primas como bienes de capital, incluyendo bienes para el sector minero).

En cuanto al déficit de la cuenta de servicios, este se incrementó en USD 283 m en el mismo período. Por el lado de las importaciones, se destacan los mayores egresos asociados con los pagos por servicios financieros y seguros, así como el mayor gasto por viajes de colombianos en el exterior. En las exportaciones sobresale el incremento de los ingresos originados por el aumento de viajeros no residentes y de su gasto en el país, así como por la venta de servicios empresariales (servicios de asesoría y consultoría, *call centers*).

En lo corrido del año a septiembre se observó un incremento por USD 1.649 m de 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.

*Los mayores precios de los principales bienes básicos, en especial petróleo y carbón, también se han reflejado en un incremento de los giros por utilidades de las empresas con IED.*

Con relación a las transferencias corrientes netas, estas aumentaron anualmente en 13,3%, sobre todo por el 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 cuanto al financiamiento externo, en lo corrido de 2017 a septiembre se observaron entradas netas de capital por USD 7.644 m, inferiores a las de un año atrás, cuando se ubicaron en USD 10.261 m. Durante este período, la inversión directa neta

Las entradas de capital se originaron principalmente en la inversión extranjera directa.

(USD 7.354 m) disminuyó en 7,3%, debido principalmente a las menores entradas de inversión extranjera directa (IED), como resultado del efecto base por la venta de Isagén en 2016. Los flujos recibidos por las empresas pertenecientes al sector de comunicaciones y el mineroenergético fueron los que más aportaron al incremento de la IED.

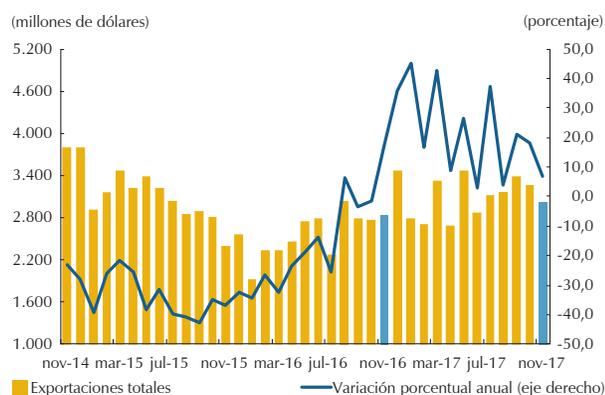
Por concepto de inversiones extranjeras de cartera, el país recibió entradas por USD 6.024 m, al tiempo que constituyó activos financieros en el exterior por USD 3.694 m. Los recursos recibidos se originaron en su mayoría en la compra de TES por parte de inversionistas extranjeros y, en menor medida, 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 1.668 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 373 m, debido, en gran parte, a los ingresos por rendimiento neto del portafolio. A septiembre de 2017 el saldo de reservas internacionales netas de Colombia ascendió a USD 47.515 m.

## 2. Pronósticos

### a. Estimación para el cuarto trimestre de 2017

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

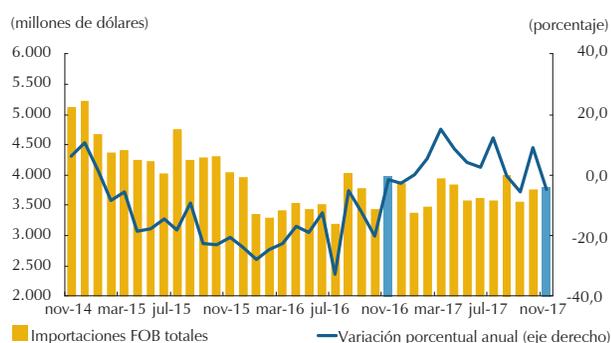


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

De acuerdo con la información disponible, tanto en dólares como en proporción del PIB, se proyecta una reducción del déficit en la cuenta corriente del cuarto trimestre de 2017 frente al mismo período de 2016. Como proporción del PIB, este se habría ubicado cerca del 3%, inferior al 3,4% de igual período de un año atrás. Con respecto al comercio exterior de bienes, los datos disponibles muestran que en el bimestre octubre-noviembre las exportaciones totales en dólares aumentaron en USD 687 m (12,3%) frente al año anterior (Gráfico 9), principalmente por el mayor valor exportado de carbón y petróleo crudo. En cuanto a las importaciones free on board (FOB)<sup>3</sup>, en dicho período estas se incrementaron en USD 128 m (1,7% en términos anuales), debido, en gran medida, a la mayor adquisición de bienes de capital. Las compras externas de insumos para la industria y de productos de consumo

3 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 octubre-noviembre las importaciones CIF totalizaron USD 7.927 m, lo que representa un crecimiento de 1,9% anual.

Gráfico 10  
Importaciones totales FOB  
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

no durable también contribuyeron de manera positiva al crecimiento de las importaciones totales (Gráfico 10) (véase sombreado, pp. 25).

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

En relación con los flujos de capital, se estima que durante el cuarto trimestre de 2017 los recursos de IED habrían sido similares a los observados en igual período de un año atrás, debido a los recursos recibidos por empresas del sector minero y petrolero, y el manufacturero. Por otra parte, la información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria muestra que entre octubre y diciembre hubo una reducción anual de los recursos de inversión extranjera de portafolio del sector privado<sup>4</sup>. A lo anterior se sumarían recursos provenientes de colocaciones de bonos por parte de bancos y empresas del sector privado y, en menor medida, de créditos externos con la banca multilateral (obtenidos especialmente por el Gobierno y otras entidades del sector público).

4 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 TERCER TRIMESTRE DE 2017 Y LO CORRIDO DEL CUARTO

### Tercer trimestre de 2017:

Durante el tercer trimestre de 2017 se registró un crecimiento de las exportaciones totales de bienes en dólares FOB de 19,3% con respecto al mismo período del año anterior, soportado por mayores ventas externas en todos los sectores. Se destaca el aumento (27%) de las exportaciones agrícolas tras contraerse el trimestre anterior, y el crecimiento de 20,3% de las mineras, en cabeza de las exportaciones de carbón, que se expandieron 53,8% frente a 2016 (Cuadro A).

Este comportamiento es coherente con el alza en el índice de precios de las exportaciones totales (12,2%), en especial con el de bienes mineros, que aumentó 19,4% frente al tercer trimestre del año anterior, lo cual se transmitió en un mejor dinamismo de las cantidades exportadas<sup>1</sup>.

1 Adicionalmente, en el trimestre se registró un aumento de 11,1% y 44,8% en los precios internacionales del carbón y el petróleo referencia Brent, respectivamente.

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

Grupo	Variación porcentual anual	Rubros con importantes contribuciones a la variación anual	
		Rubro	Variación porcentual anual del rubro
<b>Total exportaciones</b>	<b>19,3</b>		
Bienes de origen minero	20,3	Carbón, lignítico y turba	53,8
		Petróleo crudo	15,9
Resto de exportaciones <sup>a/</sup> (no tradicionales)	14,6	Alimentos, bebidas y tabaco (sin café)	39,5
		Minerales no metálicos y metales básicos	35,0
		Hacia el resto de Aladi <sup>b/</sup>	25,9
		Hacia Asia	46,9
		Hacia Ecuador	21,4
Bienes de origen agrícola	27,0	Café	37,3
		Banano	37,3
		Flores	5,5
<b>Total importaciones</b>	<b>1,4</b>		
Bienes de capital	4,4	Bienes de capital para la industria	3,4
		Materiales de construcción	10,4
Bienes intermedios	(0,5)	Materia primas para la agricultura	(13,8)
		Materia primas para la industria	0,50
Bienes de consumo	1,4	Bienes no durables	2,9
		Bienes durables	(0,5)

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

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En cuanto a las exportaciones de bienes no tradicionales, que se expandieron 14,6% en términos anuales, se destacan los rubros de alimentos, bebidas y tabaco (sin café), y de minerales no metálicos y metales básicos, que crecieron 39,5% y 35,0%, respectivamente.

Las ventas externas de estas exportaciones crecieron hacia todos los grupos de destinos aquí detallados, excepto Venezuela (-28,5%). Los crecimientos más importantes se registraron hacia el resto de la Aladi<sup>2</sup> (25,9%), Asia (46,9%) y la Unión Europea (38,8%). Por su parte hacia los Estados Unidos, principal socio comercial, se observó un incremento de 3,5% (Gráfico A).

Tras un segundo trimestre de contracción, las exportaciones de bienes agrícolas crecieron 27,0%, registrando la mayor expansión de los tres grupos de bienes exportados. El buen comportamiento se explica por aumentos de sus tres rubros, con un repunte importante de las ventas externas de café

y de banano, que crecieron 37,3%, corrigiendo la baja expansión registrada el trimestre anterior, debido a las bases de comparación.

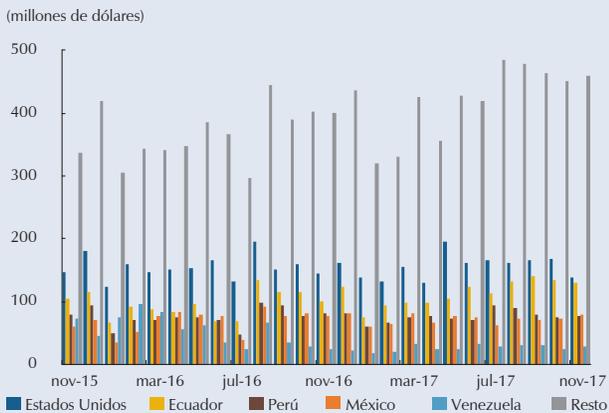
Con respecto a las importaciones FOB en dólares, en el tercer trimestre se observó un incremento de 1,4% anual frente al 5,1%<sup>3</sup> registrado en el segundo trimestre. El crecimiento del trimestre obedece a aumentos en las compras externas de bienes de capital (4,4%) y de bienes de consumo (1,4%), parcialmente contrarrestados por una caída en las compras de bienes intermedios (-0,5%) (Gráfico B). Se destaca la alta contribución de las adquisiciones de bienes de capital a las importaciones totales (1,3pp), en particular la de aquellos destinados a la industria, que crecieron en el trimestre 3,4%, aportando 0,6pp.

Para el trimestre, las importaciones de bienes de consumo crecen en términos anuales, después de contraerse el trimestre anterior, soportadas en la recuperación de las compras

2 La Asociación Latinoamericana de Integración, sin Venezuela, Ecuador, Perú ni México.

3 Dato incluye correcciones hechas por el DANE.

**Gráfico A**  
Exportaciones no tradicionales FOB por destinos: Estados Unidos, Ecuador, Perú, México, Venezuela y resto<sup>a/</sup> (mensual)



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

externas de bienes no duraderos, en particular vestuario y otras confecciones textiles. Por su parte, las importaciones de bienes duraderos continúan contrayéndose, pero menos que el trimestre anterior (-0,5% frente a -4,5%). El rubro de vehículos de transporte particular, que tiene la mayor participación en el trimestre, se contrae 5,7%.

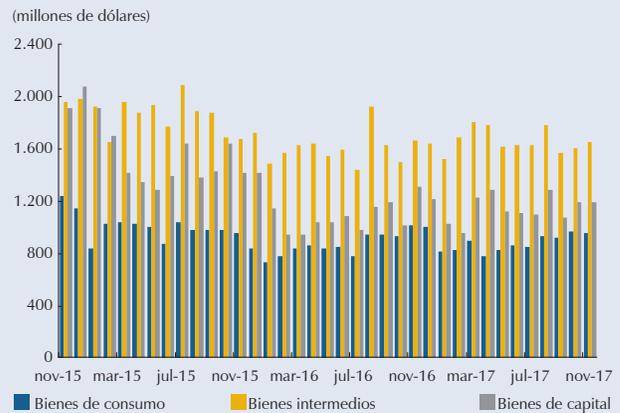
### Bimestre octubre-noviembre de 2017:

El crecimiento de 12,3% de las exportaciones totales registrado en el bimestre octubre-noviembre, obedece a un importante crecimiento de las exportaciones mineras, seguido por las no tradicionales, mientras que las agrícolas no presentaron variación relevante frente al mismo bimestre del año pasado. En particular, las ventas externas fueron impulsadas por los mejores precios internacionales del petróleo y el carbón, y en menor medida del ferróniquel. Adicionalmente ayudaron las mayores ventas externas de bienes no tradicionales como los alimentos, bebidas y tabaco, sin café, y los productos químicos.

En el sector agrícola sobresalen las ventas externas de flores, que continuaron mostrando un buen comportamiento debido a un aumento de las cantidades exportadas, mientras que las de banano se contraen por una caída tanto de los precios como de las cantidades.

Las exportaciones no tradicionales continuaron creciendo a un buen ritmo (8,7%) en cabeza de productos alimenticios, bebidas y tabaco (sin café) (Gráfico C). Por destinos, sobresale el crecimiento de sus ventas externas hacia Ecuador, la Unión Europea y el resto de la Aladi (Cuadro B). Hacia los Estados Unidos se observó un mejor ritmo de crecimiento, comparado con el bimestre anterior (1,3% vs. 0,3%), mien-

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

tras que las ventas externas hacia Perú y México se contraen 4,2% y 3,5%, respectivamente.

En cuanto a las importaciones FOB, en el bimestre octubre-noviembre se observa una expansión de 1,7%, con un crecimiento de los grupos de bienes intermedios y de bienes de capital, y una caída del grupo de bienes de consumo. La contracción en las importaciones de bienes duraderos, en particular de vehículos de transporte particular (20,6%), explica la mayor parte del descenso de los bienes de consumo. Se destaca, además, el mayor crecimiento en el bimestre de los bienes de capital tanto para la industria (11,5%) como para la agricultura (6,0%).

### Enero a noviembre de 2017:

Las exportaciones totales de bienes en dólares crecieron 19,6% anualmente en lo corrido del año, explicadas por incrementos de los tres grupos de bienes exportados. Consistente con el crecimiento anual del trimestre y el bimestre, las exportaciones mineras son las que más crecen (29,4%) aportando 15,9pp del crecimiento total. El precio internacional del petróleo, el carbón y el ferróniquel continúan siendo el principal motor del alza en las exportaciones totales.

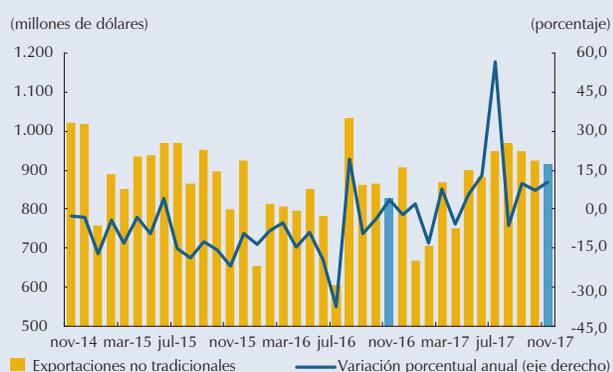
En el grupo de bienes agrícolas, los mejores precios de venta en el exterior del café y de las flores también favorecen las exportaciones. Por el contrario, los menores precios del banano contrarrestaron parte del crecimiento observado de las cantidades exportadas. Por último, se destaca la recuperación del grupo de bienes no tradicionales, que crecieron 6,6% en lo corrido del año, tras presentar una contracción durante el primer trimestre del año, seguida de una importante recuperación.

Cuadro B  
Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para octubre y noviembre de 2017 (FOB)  
(porcentaje)

Grupo	Variación porcentual anual	Rubros con importantes contribuciones a la variación anual	
		Rubro	Variación porcentual anual del rubro
<b>Total exportaciones</b>	<b>12,3</b>		
Bienes de origen minero	17,0	Carbón, lignítico y turba	50,6
		Petróleo crudo	15,4
Resto de exportaciones <sup>a/</sup> (No tradicionales)	8,7	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	27,2
		Productos químicos	6,2
		Hacia Ecuador	22,3
		Hacia la Unión Europea	24,5
		Hacia el resto de Aladi <sup>b/</sup>	8,2
Bienes de origen agrícola	0,0	Flores	8,2
		Café	0,0
		Banano	(11,7)
<b>Total importaciones</b>	<b>1,7</b>		
Bienes de capital	2,7	Bienes de capital para la industria	11,5
		Equipo de transporte	(18,1)
Bienes intermedios	3,3	Materias primas para la industria	4,9
		Combustibles, lubricantes y relacionados	(3,3)
Bienes de consumo	(2,0)	Bienes no durables	4,3
		Bienes durables	(9,0)

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

Gráfico C  
Exportaciones de bienes no tradicionales FOB<sup>a/</sup>  
(mensual)



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

En cuanto a las importaciones en dólares FOB, en lo corrido del año han crecido 3,9%, con aumentos en las compras externas de sus tres grupos de bienes, en particular en los de capital (6,4%). En este último grupo sobresale el aporte de las importaciones dirigidas a la industria (0,9pp) y del equipo de transporte (0,7pp). Por su parte, en los bienes intermedios también se destacan las compras externas de materias primas para la industria, con un incremento anual de 4,4% (aportando 1,5pp al crecimiento total).

Para el cuarto trimestre de 2017, se estima que se siga reduciendo el déficit comercial de bienes, debido principalmente al dinamismo exportador.

b. *Estimación para todo 2017 y 2018*

Utilizando las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales del país y de los términos de intercambio presentados en la primera parte de este capítulo, los ejercicios de pronóstico efectuados para este *Informe* indican que el déficit en la cuenta corriente habría continuado ajustándose en 2017, tanto en dólares como en términos del PIB. En el escenario más probable el déficit corriente para todo el año se habría ubicado alrededor de USD 10.901 m, correspondiente a 3,5% del PIB en un rango entre 3,3% y 3,7% (Cuadro 3).

Para todo 2017 se estima que el balance en el comercio de bienes continuaría siendo deficitario, pero menor al registrado en 2016, debido a unos términos de intercambio que para el promedio del año serían superiores a los de un año atrás. Al igual que la proyección presentada un trimestre atrás, se prevé un importante crecimiento del valor de las principales exportaciones mineras, impulsadas más por el incremento de sus precios que de sus volúmenes de exportación. Adicionalmente, se mantuvo el pronóstico de crecimiento del resto de exportaciones (distintas a principales mineros y agrícolas), resultado del desempeño mostrado en lo corrido del año y de las mayores tasas de crecimiento de los principales socios comerciales para el último trimestre del año.

En cuanto a las importaciones de bienes, se estima un crecimiento anual para todo 2017 de 2,4%. Este incremento estaría impulsado por el dinamismo esperado de algunos componentes de la inversión y, en menor medida, por las mayores compras externas de insumos y bienes intermedios para industria. Frente a la proyec-

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

	2013	2014	2015 (pr)	2016 (pr)	2017 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	(12.503)	(19.765)	(18.775)	(12.393)	(10.901)
Porcentaje del PIB	(3,29)	(5,22)	(6,44)	(4,38)	(3,50)
A. Bienes y servicios	(3.160)	(11.862)	(18.556)	(13.098)	(9.975)
B. Ingreso primario (renta de los factores)	(14.230)	(12.525)	(5.650)	(5.118)	(7.562)
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	4.887	4.622	5.430	5.823	6.636
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(11.738)	(19.289)	(18.159)	(12.584)	(10.182)
Porcentaje del PIB	(3,09)	(5,10)	(6,23)	(4,45)	(3,27)
A. Inversión directa (ii - i)	(8.557)	(12.265)	(7.414)	(9.225)	(9.442)
i. Extranjera en Colombia (IED)	16.209	16.164	11.632	13.743	13.189
ii. Colombiana en el exterior	7.652	3.899	4.218	4.517	3.748
B. Inversión de cartera	(7.438)	(11.565)	(10.283)	(3.718)	(2.106)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	(2.690)	104	(877)	194	837
D. Activos de reserva	6.946	4.437	415	165	529
Errores y omisiones (E y O)	765	476	616	(191)	719

(pr): preliminar; (proy): proyección.

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

Fuente: Banco de la República.

*La proyección de la balanza de pagos para 2017 indica que el déficit de la cuenta corriente se habría ubicado cerca del 3,5% como porcentaje del PIB. Esto implica una corrección frente al 4,4% de 2016.*

ción efectuada en el informe anterior, se revisó a la baja el supuesto de crecimiento de las importaciones, en especial por la mayor desaceleración que estas han mostrado en lo corrido del cuarto trimestre del año. Esto último, en parte debido al efecto base de los últimos meses de 2016 por cuenta de la feria del automóvil y la anticipación del impuesto al valor agregado (IVA).

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

En servicios no factoriales, se estima que el déficit en 2017 alcance un monto mayor al observado un año atrás. Esto, debido al crecimiento de los egresos, para los cuales se prevé un mayor gasto de viajeros colombianos en el exterior y un aumento de los pagos por servicios financieros. También, aunque en menor medida, se contemplan mayores pagos por fletes e incrementos de las importaciones de servicios vinculados con la actividad petrolera. Por otro lado, se estima un crecimiento de los ingresos asociados con el turismo y con otros servicios empresariales (servicios de asesoría y consultoría, y *call centers*).

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

En cuanto a los flujos de capital, para 2017 se prevé que los recursos por inversión directa sean la principal fuente de financiamiento, seguidos de la inversión de cartera (Cuadro 3), en tanto que por préstamos y otros créditos externos se registrarían amortizaciones netas. A pesar de los capitales recibidos en 2017 por empresas del sector de comunicaciones, los flujos por IED en Colombia registrarían una caída anual de 4%, producto del efecto base de los recursos de la venta de Isagén en 2016. Adicional a esto, se esperan entradas netas de capital por inversiones de cartera, en gran parte asociadas con la compra de TES por parte de extranjeros y con la colocación de bonos a cargo del Gobierno.

Para 2018 se proyecta un déficit en la cuenta corriente en dólares levemente menor al estimado para 2017, lo que implica una reducción como proporción del PIB, ubicándose cerca del 3,3%. En 2018 se prevé una reducción del déficit comercial de bienes, debido, en gran parte, a las mayores exportaciones de petróleo y de bienes industriales, en comparación con el crecimiento moderado de las importaciones. El crecimiento 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 relación a las compras externas de bienes del país, estas seguirían registrando tasas positivas de crecimiento, acordes con la mayor actividad económica prevista para el año siguiente. Adicional a esto, se esperan mayores ingresos por transferencias corrientes y un mayor déficit por servicios no factoriales y renta factorial.

*Para 2018 se estima un ajuste adicional del déficit en cuenta corriente que como proporción del PIB se ubicaría alrededor del 3,3%.*

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

Como se había previsto, en el tercer trimestre la economía colombiana se aceleró frente a los registros de la mitad del año.

El mejor desempeño fue posible gracias a las exportaciones, a lo que se sumó una desaceleración de las importaciones, con lo cual el comercio exterior neto realizó un aporte significativo a la expansión.

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

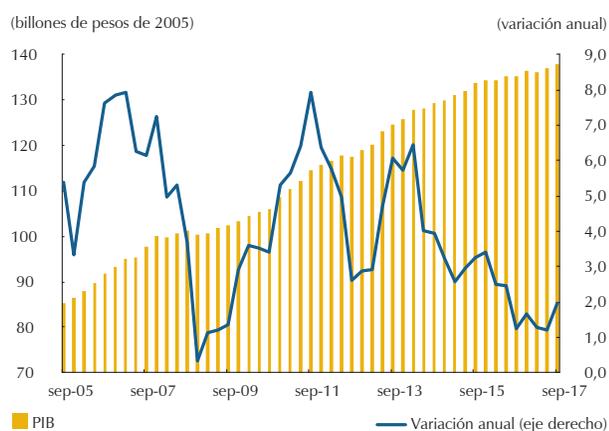
Aunque la información disponible para el cuarto trimestre sugiere que la actividad económica se mantiene débil, se estima que la cifra esperada sea superior a lo observado en el primer semestre del año.

### A. COMPORTAMIENTO DEL PIB DURANTE EL TERCER TRIMESTRE DE 2017

Según las cifras de crecimiento económico publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el PIB registró un crecimiento anual de 2,0% durante el tercer trimestre de 2017 (Gráfico 11). Como se había previsto, este resultado significó una aceleración con respecto a lo observado durante la primera mitad del año, aunque se situó en la parte baja del rango de pronóstico presentado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre (entre 1,8% y 2,8%, con 2,3% como cifra más probable). El incremento entre trimestres fue de 0,8%, lo que en términos anualizados correspondió a un 3,2%.

El resultado del PIB para el tercer trimestre permite pensar que la desaceleración de la actividad económica tocó fondo durante el primer semestre de 2017, tal y como se había adelantado en el informe de septiembre, y conforme a las expectativas del mercado. El mejor desempeño fue posible gracias a las exportaciones, principalmente, a lo que se sumó

Gráfico 11  
Producto interno bruto  
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

*El consumo estuvo impulsado principalmente por el gasto público más que por el privado.*

una desaceleración de las importaciones, con lo cual el comercio exterior neto realizó un aporte significativo a la expansión. La demanda interna, por su parte, presentó una ligera desaceleración frente al segundo trimestre, aunque su crecimiento anual fue ostensiblemente mayor al observado en 2016 (Cuadro 4).

El análisis desagregado de la dinámica de los diferentes renglones que componen el PIB por el lado del gasto muestra que el crecimiento del consumo total fue similar al del trimestre anterior, y un poco mayor que el observado en la primera mitad del año en promedio. Al igual que en los dos trimestres anteriores, en esta oportunidad el consumo estuvo impulsado principalmente por el gasto público más que por el privado. En ambos casos se observaron incrementos mayores que los del agregado de la primera mitad del año, pero la aceleración del componente público fue mayor. Por tipo de bienes, el único renglón que registró tasas de crecimiento negativas fue el consumo semidurable. Los demás contribuyeron de manera positiva a la expansión del gasto de los hogares.

Por su parte, la formación bruta de capital se expandió levemente en términos anuales (0,2%), por debajo de lo observado en el segundo trimestre, pero a tasas positivas en todo el año, lo que marca un contraste claro frente a la fuerte contracción que se

Cuadro 4  
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

*El buen desempeño de la agricultura se explica por el gran dinamismo de la producción cafetera y de los otros productos agrícolas.*

observó a lo largo de 2016. El escaso crecimiento fue resultado de sendas caídas en los renglones de inversión en equipo de transporte y construcción de edificaciones, las cuales fueron apenas compensadas por los incrementos del resto de rubros (en particular de las obras civiles). En dicho trimestre se mantuvo el fuerte contraste entre el desempeño de la construcción de edificaciones (-15,8%) y el de las obras civiles (+8,9%). En el primer caso, el mal comportamiento continuó estando relacionado con una acumulación de oferta disponible y un debilitamiento de la demanda, en especial en los segmentos de oficinas, locales, bodegas y de vivienda de ingresos altos. En obras civiles, la aceleración habría estado relacionada nuevamente con el gasto en exploración y explotación del sector minero, así como con la buena ejecución de los gobiernos regionales en proyectos de infraestructura locales y a los desembolsos de recursos para vías terciarias y de cuarta generación (4G).

Con respecto a la demanda externa, las exportaciones registraron una expansión importante, por encima de su promedio calculado desde 2001 (3,8%), luego de cuatro trimestres consecutivos de retrocesos. Esto fue resultado de un mejor comportamiento de las ventas al exterior de bienes básicos (petróleo y café), principalmente. Las importaciones también aumentaron, aunque a un ritmo menor. Su crecimiento se concentró en la compra de bienes de capital para la industria.

Por el lado de la oferta, las ramas de actividad que presentaron los comportamientos más destacados durante el tercer trimestre de 2017 fueron, en su orden, la agricultura (7,1%) y los servicios financieros (3,2%) (Cuadro 5). Por el contrario, se observaron importantes contracciones en la actividad minera (-2,1%), la construcción (-2,1%) y en menor medida en la industria (-0,6%). El resto de ramas mostraron expansiones inferiores a sus promedios históricos desde 2000.

El buen desempeño de la agricultura se explica por el gran dinamismo de la producción cafetera (21,2%), de los otros productos agrícolas (6,0%) y del grupo de animales vivos y otros productos animales (5,0%). De acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, la producción del grano se situó en promedio en cerca de 1,3 millones de sacos durante el tercer trimestre del año; con ello, el año corrido a septiembre muestra una expansión de la producción de 4,1%. En el caso de los otros productos agrícolas, los cultivos permanentes presentaron un comportamiento sobresaliente (10,8%). Por último, en el grupo relacionado con la producción agrícola de animales, se destacó el desempeño de los productos lácteos (9,6%), aves (8,5%) y huevos (9,4%).

Dentro del grupo de servicios financieros, se observó un buen desempeño en las subramas de servicios de intermediación financiera y las actividades inmobiliarias y de alquiler de vivienda, las cuales crecieron 6,8% y 2,7%, respectivamente. En contraste, las actividades asociadas con servicios empresariales y de alquiler mostraron una significativa desaceleración, al pasar de 3,2% en el segundo trimestre a 0,4% en el tercero. De hecho, en términos trimestrales este ítem mostró una contracción de 1,9%, la segunda más alta desde 2009, luego de la crisis financiera internacional. Por último, es importante señalar que, dada la alta participación del sector dentro del PIB (20,7%), dicha actividad continuó contribuyendo de manera significativa a sostener el crecimiento de la economía colombiana.

Con respecto a las ramas de actividad del PIB que presentaron retrocesos en el tercer trimestre, sobresale la de explotación de minas y canteras, con una significativa contracción, la cual estuvo afectada por el mal desempeño de la producción de carbón (-10,6%), minerales metálicos (-9,8%) y no metálicos (-4,0%). Estas caídas contrarrestaron la leve recuperación de la producción petrolera (1,4%).

Algo similar ocurrió dentro de la rama de la construcción, la cual mostró una importante contracción de las construcciones en edificaciones (-15,9%), que contrarrestó el buen desempeño de las obras civiles (8,8%). En el caso de edificaciones, la caída se explica tanto por el retroceso en las residenciales (-4,5%) como en las no residenciales (-27,4%). Por su parte, en obras civiles la recuperación de la inversión en infraestructura para la minería (18,1%) y el crecimiento sostenido de las otras obras de ingeniería (32,4%) compensaron la caída de las obras relacionadas con vías férreas (-19,7%) y carreteras (-5,5%).

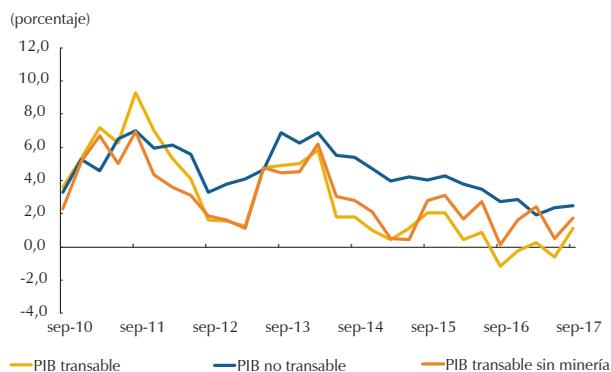
Por último, la industria manufacturera también presentó un deterioro en el tercer trimestre, al contraerse 0,6% en términos anuales. Al excluir refinación de petróleo, la caída es más marcada (1,4%). Es importante señalar la elevada heterogeneidad que se observa dentro de este grupo; por ejemplo, mientras que fabricación de productos metalúrgicos básicos (-10,2%), de tejidos y prendas de vestir (-9,9%) y de otros productos minerales no metálicos (-3,5%) muestran significativas caídas, otras actividades, como fabricación de productos de la refinación de petróleo (5,3%), de papel y cartón (5,0%)

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

	2016				2016 Año completo	2017		
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		I trim.	II trim.	III trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(0,3)	0,6	(0,6)	2,2	0,5	7,8	4,0	7,1
Explotación de minas y canteras	(4,6)	(6,8)	(6,6)	(8,3)	(6,5)	(9,1)	(5,7)	(2,1)
Industria manufacturera	4,0	5,4	1,4	1,0	3,0	0,4	(3,4)	(0,6)
Electricidad, gas y agua	2,8	(0,6)	(1,4)	(0,6)	0,1	(0,5)	1,3	1,9
Construcción	5,3	0,8	7,1	3,1	4,1	(0,8)	0,3	(2,1)
Edificaciones	11,1	1,7	11,7	0,3	6,0	(7,1)	(7,7)	(15,9)
Obras civiles	(0,5)	1,0	3,8	5,2	2,4	4,0	7,0	8,8
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2,8	1,9	0,7	1,8	1,8	(0,4)	1,0	1,4
Transporte, almacenamiento y comunicación	1,0	0,2	(1,5)	(0,2)	(0,1)	(0,8)	0,7	0,2
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,3	5,2	4,8	5,4	5,0	4,7	3,8	3,2
Servicios sociales, comunales y personales	3,5	3,5	1,1	0,9	2,2	2,8	2,9	3,2
<b>Subtotal valor agregado</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>
Impuestos menos subsidios	1,3	3,9	0,6	2,8	2,2	2,7	3,3	5,0
<b>PIB</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

y elaboración de aceites (4,3%) crecen a tasas anuales por encima de la economía en su conjunto.

En ese entorno, el PIB transable mostró una leve recuperación y creció 1,1%, luego de caer 0,6% un trimestre atrás. Al excluir la minería, el PIB del resto de sectores transables mostró una mayor expansión, cercana a 1,8% anual. Por otra parte, el PIB no transable se aceleró un poco, al expandirse 2,5% para el mismo período, una cifra mayor a lo observado un trimestre atrás (2,4%). Es importante mencionar que tanto el PIB transable como el no transable muestran expansiones por debajo de sus promedios desde el año 2000 (Gráfico 12).

## B. EL PIB DEL CUARTO TRIMESTRE DE 2017 Y PARA TODO 2017

Según se infiere de la información disponible de actividad real, durante el cuarto trimestre de 2017 el crecimiento del PIB se habría desacelerado levemente frente a lo observado en el tercero. Así, en este *Informe* el equipo técnico del Banco de la República proyecta una expansión de 1,8% anual para el PIB del último trimestre del año, con lo cual se estima un crecimiento para todo 2017 de 1,6%, igual a lo reportado en el *Informe* de septiembre. La desaceleración en los últimos tres meses sería resultado, en gran medida, de una mayor base de comparación en igual período de 2016 por circunstancias puntuales que favorecieron el desempeño de la economía en ese momento. A ello se suman los efectos adversos que habría tenido el paro de transporte aéreo en diferentes sectores de la economía.

Cabe señalar que los pronósticos de crecimiento del PIB presentados en esta sección aún presuponen que el ajuste macroeconómico habría tocado fondo durante la primera parte del año, pero que la recuperación de la dinámica del producto hacia su senda de crecimiento potencial aún tomaría tiempo.

En el cuarto trimestre de 2017 se observó un impulso al crecimiento por parte de los factores fundamentales del contexto externo. Las economías de nuestros principales socios comerciales y de la mayoría de países de la región continuaron recuperándose, según lo revelan las cifras de actividad real. Además, entre octubre y diciembre los precios internacionales de los principales bienes básicos exportados por Colombia aumentaron, lo que repercutió favorablemente en los términos de intercambio del país. Por último, las condiciones de liquidez internacional se mantuvieron holgadas durante dicho período, según sugiere la reducción de la prima de riesgo-país para Colombia (capítulo I).

*El PIB transable mostró una leve recuperación y el PIB no transable se aceleró ligeramente.*

Con respecto al contexto interno, en el último cuarto de 2017 se destacó el descenso de la inflación a niveles apenas por encima del 4,0%, cifra que representa el techo del rango de +/- 1 puntos porcentuales (pp) alrededor de la meta de inflación del Banco de la República (3,0%). Esto debió representar un alivio a la capacidad

de compra del ingreso disponible de los hogares, pese a que los resultados fueron algo mayores a lo esperado. Otro hecho importante que contribuyó a la expansión del PIB fue que continuó la transmisión de los descensos de la tasa de intervención hacia las tasas de mercado. Esto habría permitido que la demanda interna continuara expandiéndose, aunque a tasas por debajo de su promedio histórico.

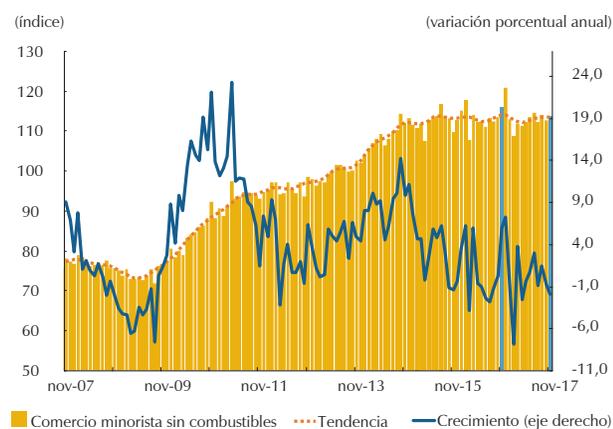
Las estimaciones de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre de 2017 prevén alguna desaceleración de la absorción, que en su mayor parte se explicaría por un menor dinamismo de la formación bruta de capital. En este aspecto, los renglones de inversión en construcción de edificaciones y en equipo de transporte habrían registrado un desempeño mediocre que no habría sido completamente compensado por las expansiones de la inversión en maquinaria y en obras civiles, como se señala más adelante. Por su parte, el consumo total también registraría una leve desaceleración. El componente privado habría mostrado un crecimiento menor, en

particular por lo sucedido para los renglones de consumos durable y semidurable, al tiempo que el consumo público también se habría desacelerado, aunque en menor magnitud. Para los rubros de comercio exterior se proyectan incrementos, aunque mayores para el caso de las exportaciones que de las importaciones, razón por la cual se espera que la demanda externa neta haya contribuido de manera positiva a la expansión del PIB.

Los indicadores coyunturales dan sustento al escenario descrito para dicho período. En noviembre, el índice de ventas totales del comercio al por menor (sin combustibles), de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) publicada por el DANE, cayó 1,9% frente al mismo mes de 2016 (Gráfico 13). El agregado del bimestre octubre-noviembre se contrajo 1,3%, lo que contrastó con el 1,2% registrado para el tercer trimestre del año. Al descontar las ventas de vehículos, el índice del agregado restante creció 1,4% anual. Sin embargo, para el bimestre se dio una caída de 0,04% anual, y también mostró una desaceleración cuando se compara con el 1,4% del trimestre julio-septiembre (Gráfico 14).

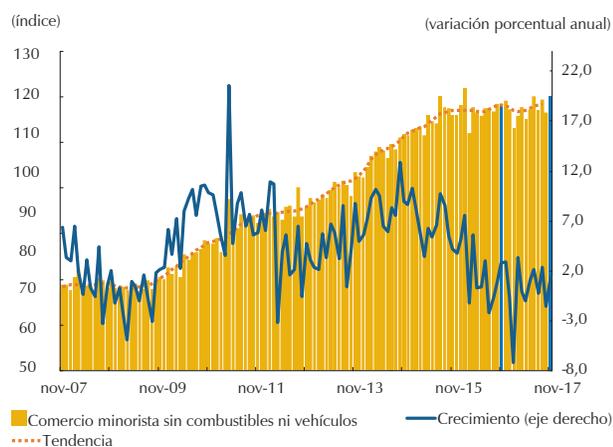
Por su parte, las ventas de automotores registraron una contracción importante en noviembre, que incluso podría mantenerse en diciembre. De acuerdo con el índice de ventas de vehículos de la EMCM, en dicho mes la caída fue de -17,1% anual. El agregado del bimestre retrocedió 8,0% frente al mismo período del año pasado, también un menor desempeño frente a lo observado para el tercer trimestre (-0,02% anual). Cabe señalar que esto obedecería, en gran medida, a la

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



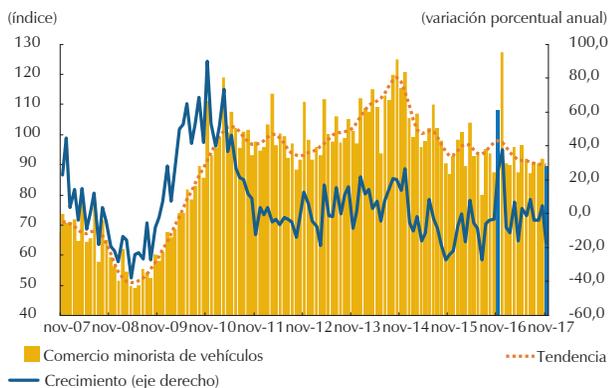
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



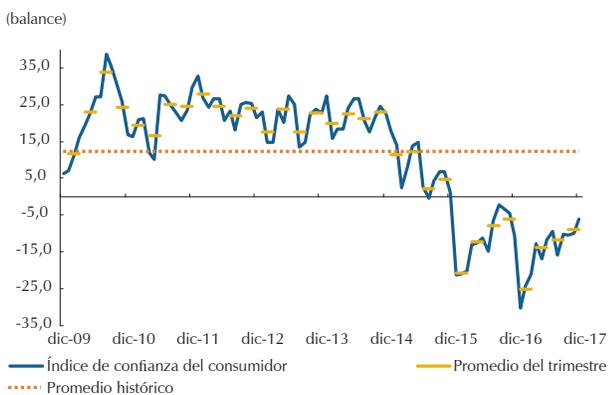
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 16**  
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

alta base de comparación que se tiene para los meses de noviembre y diciembre de 2016 (Gráfico 15), pues las cifras del cuarto trimestre del año pasado están influenciadas por el efecto que tuvo el XV Salón del Automóvil en Bogotá.

Otros indicadores auxiliares también permiten proyectar un crecimiento del consumo privado moderado. En diciembre el índice de confianza del consumidor (ICC) mejoró un poco con respecto al registro de noviembre y de octubre, y con ello, el promedio del agregado del cuarto trimestre fue algo mayor que el del tercero. Aun así, su nivel continúa significativamente por debajo del promedio calculado desde noviembre de 2001 (Gráfico 16). Además, a noviembre la serie desestacionalizada del balance de ventas de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República continuó sugiriendo un comportamiento poco dinámico del gasto de los hogares durante dicho mes. Asimismo, el ritmo de endeudamiento de los hogares se moderó, principalmente por un crecimiento más bajo del crédito de consumo. Los altos niveles de endeudamiento de los hogares (relativo al PIB) y el comportamiento reciente del mercado laboral (véase sombreado página XX) podrían estar limitando la expansión de este tipo de cartera y, en consecuencia, la del consumo privado.

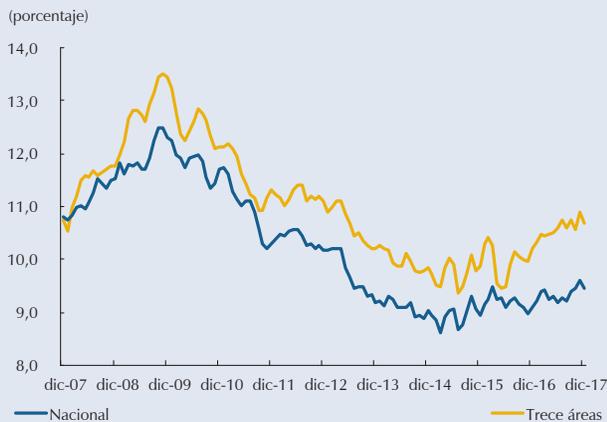
## COMPORTAMIENTO DEL MERCADO LABORAL DURANTE EL CUARTO TRIMESTRE DE 2017

Durante el cuarto trimestre de 2017 continuó el deterioro de la tasa de desempleo (TD) tanto la del total nacional como la de las trece áreas metropolitanas más importantes. Con series desestacionalizadas (trimestre móvil), la primera se ubicó en promedio en 9,5% entre octubre y diciembre, en tanto que para las trece áreas se ubicó en 10,7%. Hace un año la TD promedio en estos dominios fue de 9,1% y 10,1% (Gráfico A). El aumento anual de la TD en las trece áreas obedeció a una caída más pronunciada de la tasa de ocupación (TO) que de la tasa global de participación (TGP) durante el último año (Gráfico B).

En el trimestre móvil terminado en diciembre, la TD con las series sin desestacionalizar aumentó en todos los dominios geográficos, a excepción del área rural. En las trece áreas dicha tasa continuó presentando un deterioro significativo (Gráfico C).

En materia de empleo, las cifras desestacionalizadas de los últimos meses señalan decrecimientos en el margen del número de ocupados en el país y en las trece áreas. Para el trimestre móvil terminado en diciembre, el empleo registró un crecimiento de apenas 0,1% en el total nacional y una reducción de 0,8% en las trece áreas (Gráfico D, paneles A y B).

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



Fuente: DANE (GEIH).

terminado en noviembre, el empleo formal e informal registraron reducciones anuales de 0,3% y 1,7%, respectivamente (Gráfico F).

La desaceleración del empleo y el incremento de la TD, que ya se observan en el nivel nacional y en las trece áreas, son consistentes con la desaceleración económica observada durante 2017. Sin embargo, la recuperación de la actividad económica esperada durante los próximos trimestres debería contribuir a una mejor dinámica del mercado laboral.

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

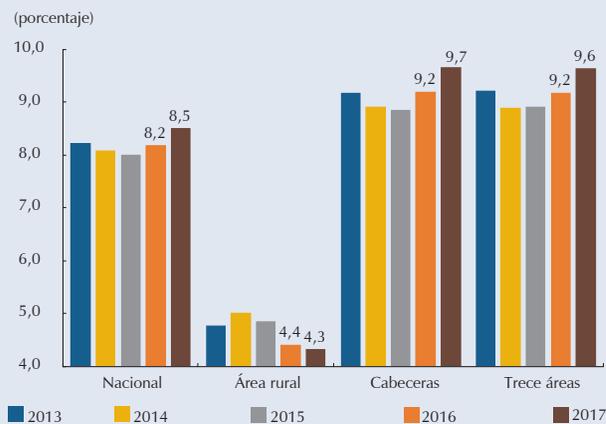


Fuente: DANE (GEIH).



Los indicadores de calidad del empleo presentaron resultados mixtos durante el último trimestre en las trece áreas: mientras el número de trabajadores asalariados aumentó marginalmente durante este período, el número de empleados formales<sup>1</sup> presentó una leve disminución. En este mismo trimestre se registraron descensos del empleo no asalariado e informal en el margen. En términos anuales, en el trimestre móvil terminado en diciembre la tasa de crecimiento del empleo asalariado fue de 0,9%, en tanto que la del empleo no asalariado fue -2,9% (Gráfico E). Para el trimestre móvil

**Gráfico C**  
Tasa de desempleo  
(trimestre móvil octubre-noviembre-diciembre)

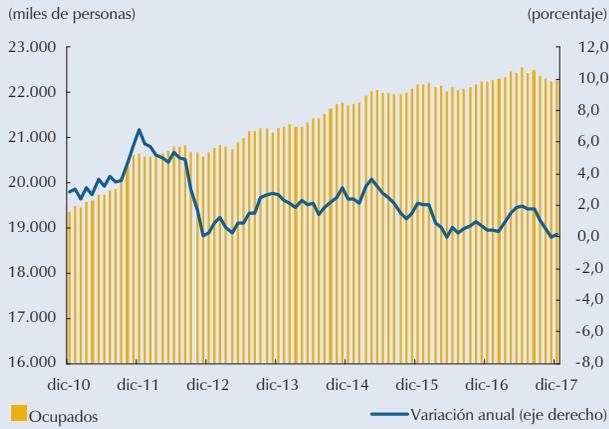


Fuente: DANE (GEIH).

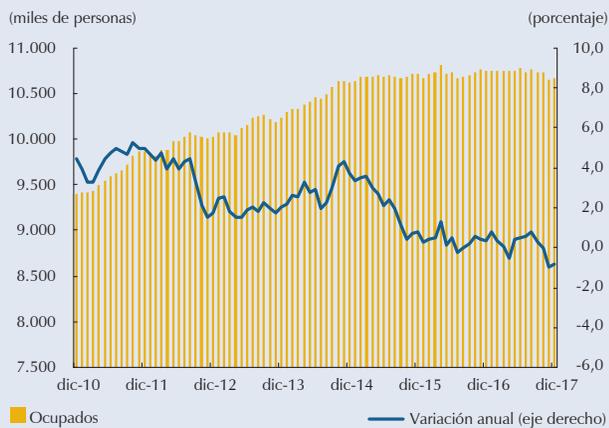
1 Según la definición del DANE, fundamentada en resoluciones de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) de las Naciones Unidas, son informales los empleadores y trabajadores en empresas de hasta cinco trabajadores, los trabajadores familiares sin remuneración, los trabajadores sin remuneración 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 D  
Número de ocupados  
(desestacionalizados y variación anual)

1. Total nacional

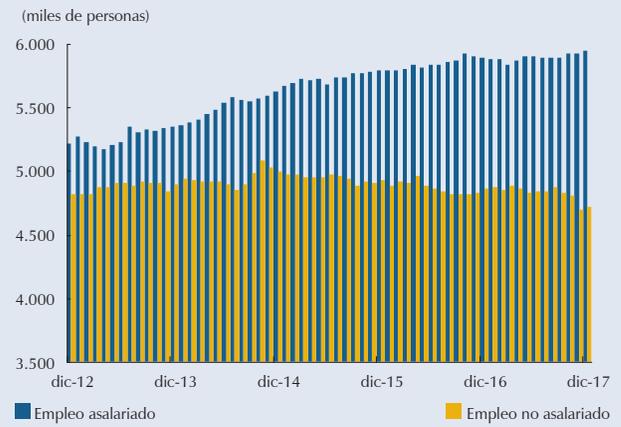


2. Trece principales áreas metropolitanas



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

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



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

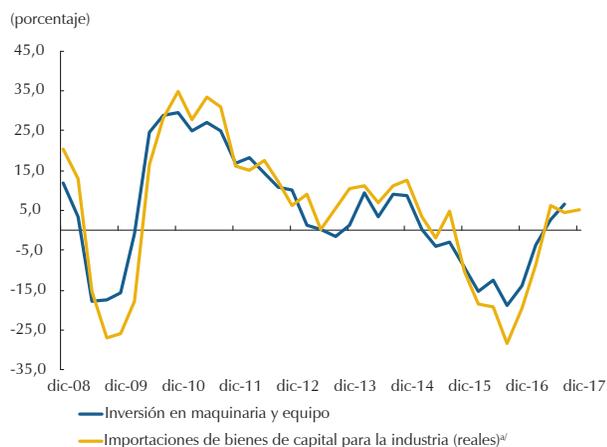
Gráfico F  
Empleo por formalidad  
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



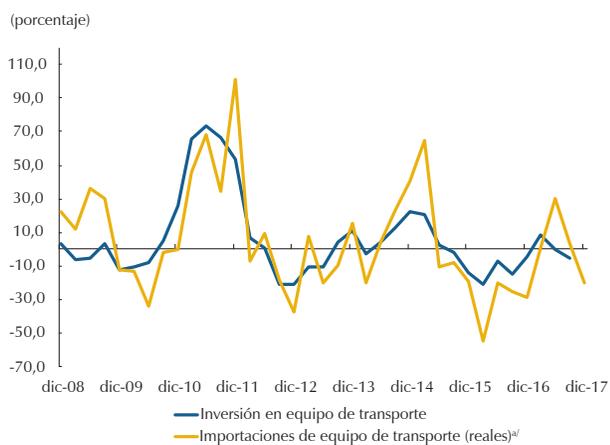
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 17**  
**Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF en**  
**maquinaria y equipo, equipo de transporte**

**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**



a/ Cifras llevadas a términos reales.  
 Nota: el dato de diciembre corresponde a una proyección utilizando las cifras preliminares de la DIAN.  
 Fuente: DANE (cuentas nacionales y comercio exterior) y DIAN; cálculos del Banco de la República.

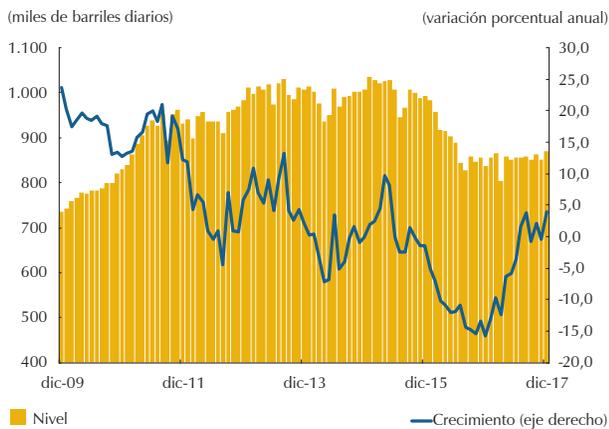
Con respecto a la formación bruta de capital, cuando se lleva a pesos constantes las cifras de importaciones en dólares de bienes de capital del DANE a noviembre, junto con los indicadores preliminares de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) a diciembre, se puede pensar que la inversión distinta de construcción y de obras civiles habría crecido a un menor ritmo que el observado durante el tercer trimestre. Esta desaceleración sería más el resultado de un menor crecimiento del gasto destinado a la inversión en equipo de transporte, que al de maquinaria y equipo (Gráfico 17, paneles A y B). Además, el balance de expectativas de inversión de la EMEE de noviembre tampoco sugiere gran dinamismo para este renglón del PIB durante el cuarto trimestre de 2017.

Para la inversión en construcción de edificaciones del cuarto trimestre de 2017 se proyecta una nueva contracción. Como se observó a lo largo de todo el año, el escaso dinamismo de la actividad constructora en el renglón no residencial, así como la acumulación de oferta disponible y el debilitamiento de la demanda de vivienda de ingresos altos habría continuado deteriorando el crecimiento de este renglón de la formación bruta de capital. En contraste, para el caso de las obras civiles se espera un crecimiento importante, similar al registrado en el trimestre anterior. Este comportamiento estaría relacionado principalmente con la mayor ejecución de recursos en proyectos de infraestructura por parte de los gobiernos regionales y locales, así como por los desembolsos para vías terciarias y, en menor medida, de 4G.

Finalmente, en materia de comercio exterior, al llevar las cifras en dólares publicadas por el DANE y consignadas en los boletines de la DIAN a pesos reales, el ejercicio resultante permite proyectar un crecimiento de las exportaciones y una contracción de las importaciones reales. En el primer caso, dicha recuperación habría sido impulsada por las ventas de productos mineros, en particular de carbón y petróleo. Para las importaciones, y como se reportó, su mal desempeño habría obedecido a la contracción de la compra de bienes de capital (equipo de transporte) y de consumo durable, principalmente. Así las cosas, durante el cuarto trimestre la demanda externa habría contribuido de manera positiva a la expansión del PIB.

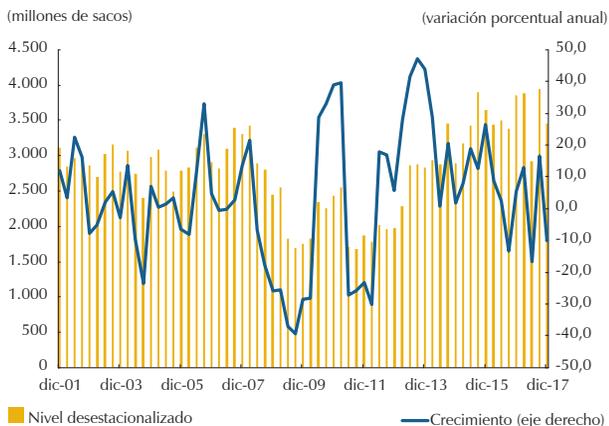
Por ramas de actividad, los indicadores disponibles también apuntan a una expansión del PIB algo menor que la registrada en el tercer trimestre, pero por encima de la primera mitad del año. En lo que respecta a la minería, para el cuarto trimestre

**Gráfico 18**  
Producción de petróleo  
(mensual y crecimiento anual)



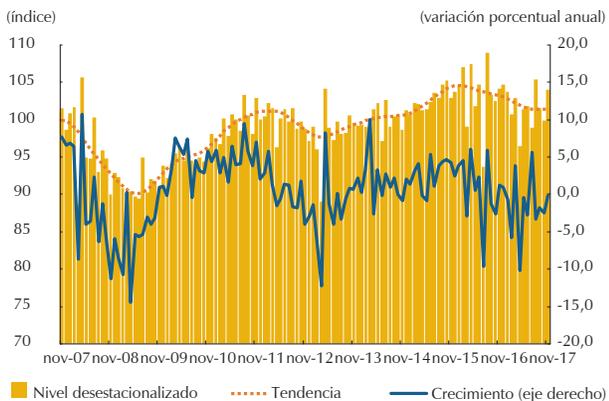
Fuente: ANH; cálculos del Banco de la República

**Gráfico 19**  
Producción de café  
(trimestral y crecimiento anual)



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

**Gráfico 20**  
Producción industrial real sin refinación de petróleo  
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

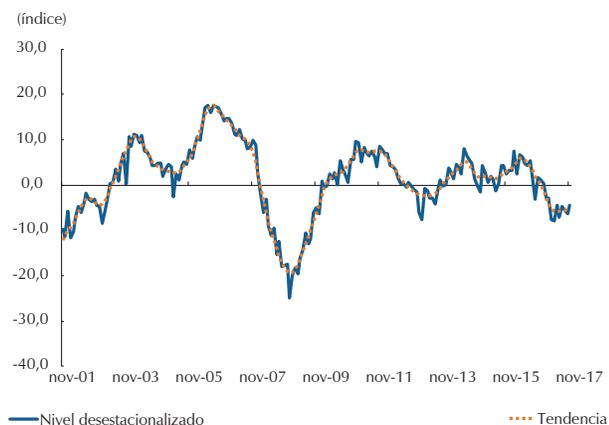
se espera alguna recuperación del sector, luego de nueve trimestres consecutivos en los cuales se han observado contracciones anuales. Con cifras a diciembre, la producción de crudo se situó en 861,7 miles de barriles diarios (mbd), lo que implicó una expansión anual de 1,9% (Gráfico 18). Aunque se observó una caída de 10,6% en la producción de carbón durante el tercer trimestre, el buen comportamiento de las exportaciones sugiere que la producción habría dejado de caer. En particular, las exportaciones de carbón en volúmenes se expandieron 23,2% en el bimestre octubre-noviembre. Algo similar se aprecia en las exportaciones en dólares que crecen para el bimestre cerca del 50%.

En contraste, para el PIB agropecuario se espera una desaceleración. La Federación Nacional de Cafeteros reportó una contracción de la producción del grano durante el cuarto trimestre de 2017 (-8,9%); con información a diciembre, la producción se situó en 14.194.000 de sacos, lo que representa una leve caída de 0,3% frente a 2016 (Gráfico 19). De igual manera, el sacrificio de ganado se redujo, aunque el ritmo de caídas anuales disminuyó: el bimestre octubre-noviembre cayó 2,2%, luego de haberse contraído 3,2% durante el tercer trimestre. Se estima que el comportamiento de otros productos agrícolas ayude a contrarrestar el debilitamiento del sector, pues estas otras actividades vienen creciendo a tasas por encima de sus promedios históricos.

Con respecto a la industria, según la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, el total sectorial creció 0,3% en noviembre. No obstante, al excluir la refinación de petróleo, la caída de las manufacturas restantes fue del 0,3%. Es importante señalar que en lo corrido del año la industria total se ha contraído 0,7% y sin refinación de petróleo lo ha hecho 1,9%. El componente tendencial de ambas series muestra debilitamientos del sector (Gráfico 20). Se espera que para este trimestre y hacia adelante la industria comience un proceso de recuperación, apoyado en la recuperación gradual tanto de la demanda interna como de la externa.

Adicionalmente, aunque la *Encuesta de opinión empresarial* de Fedesarrollo para el sector industrial, con información a diciembre, mostró leves mejoras tanto

Gráfico 21  
Índice de confianza de la industria (Fedesarrollo)



Fuente: Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

en el indicador de pedidos como en el de existencias frente a los promedios del tercer trimestre, los resultados todavía señalan un debilitamiento sectorial y se encuentran por debajo de los promedios históricos. Algo similar ocurrió con las expectativas de producción a tres meses. Con todo ello, la confianza industrial durante el cuarto trimestre continuó presentando un deterioro (Gráfico 21). De acuerdo con la *Encuesta de opinión empresarial* de la Asociación de Empresarios de Colombia (ANDI), los industriales reportan como principales problemas: una menor demanda, el tipo de cambio y los costos de materias primas.

Teniendo en cuenta el desempeño de los diferentes indicadores de oferta y demanda y la incertidumbre normal que rodea las estimaciones del PIB, el equipo técnico del Banco de la República considera que la proyección central de crecimiento que se presentó al comienzo de este capítulo (de 1,8% anual) puede estar acompañada de un intervalo contenido entre 1,3% y 2,3%. En particular, 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 implícitos para el trimestre.

Estas cifras implican una proyección de crecimiento del PIB de 1,6% para todo 2017, contenida en un rango entre 1,4% y 1,8% (un poco más estrecho que el del *Informe sobre Inflación* anterior: de entre 1,3% y 1,9%). El punto central, el piso y el techo del rango de pronóstico son consistentes también con los escenarios de balanza de pagos para todo 2017 presentados en el capítulo I de este *Informe*.

Este pronóstico tiene en cuenta la corrección parcial que se espera en el desbalance externo al cierre del año 2017 frente a lo observado en 2016. El déficit en la cuenta corriente habría sido menor, en gran medida, debido a una recuperación importante del nivel de los términos de intercambio. No obstante, esta mejoría fue de carácter nominal, y no se vio completamente reflejada en el desempeño de las exportaciones reales. En este aspecto, el mediocre desempeño de la demanda externa habría limitado las posibilidades de expansión de este rubro del PIB. Las importaciones registraron incrementos a lo largo del año, aunque bajos, siendo esto consistente con el comportamiento de la demanda interna intensiva en bienes provenientes del exterior.

Es relevante señalar que los crecimientos observados para la demanda interna a lo largo de todo el año serían evidencia de que su ajuste habría tocado fondo en 2016, pero también que otros choques de oferta no habrían permitido que se expandiese a un mayor ritmo. Por un lado, los efectos negativos que tuvo el choque a los términos de intercambio de 2014 sobre la dinámica del ingreso disponible de la economía se habrían disipado, pero por otro, la entrada en vigencia de la reforma tributaria (y en particular el incremento del IVA) sí habría afectado la capacidad de compra de los hogares.

Así, la demanda privada se desaceleró frente a lo observado en 2016, en contraste con lo sucedido para su contraparte pública. En este sentido, el consumo de los hogares registró un menor dinamismo, al tiempo que las inversiones en equipo de transporte y en construcción de edificaciones se contrajeron. En contraste, el consumo público y el gasto en inversión de obras civiles se aceleraron, aportando a la expansión del producto más de lo que lo hicieron el año pasado.

## Recuadro 1 PANORAMA DE LA VIVIENDA VIS Y NO VIS

Isleny Johana Carranza  
Celina Gaitán  
María Alejandra Prieto\*

El mercado de vivienda es central en el seguimiento de la actividad real y financiera debido a sus encadenamientos con el resto de la economía, principalmente, con el mercado de crédito, la inversión (impacta el producto interno bruto [PIB] por el lado de la oferta a través de la construcción y por el de la demanda a través de la formación bruta de capital fijo) y el mercado laboral, pues participa en la actualidad con el 6% del empleo total, lo que tiene un impacto directo sobre los hogares.

El comportamiento de los precios de la vivienda, además, tiene implicaciones directas sobre la inflación y su pronóstico, ya que los arriendos, los cuales están directamente relacionados con el comportamiento de los precios de la vivienda, representan el 18,6% de la canasta del índice de precios al consumidor (IPC). Además, dadas las características de la crisis financiera internacional, el seguimiento al mercado de vivienda se hizo aún más relevante, porque la literatura ha identificado a este mercado como una de las variables que pueden alertar sobre la presencia de vulnerabilidades macroeconómicas y prevenir crisis futuras.

Dado lo anterior y en un contexto de alto crecimiento de los precios de la vivienda y una reciente moderación de la dinámica del sector, el propósito de este recuadro es hacer una caracterización del estado actual del mercado de vivienda en Colombia y sus perspectivas para 2018. Como buena parte de la dinámica reciente está relacionada con los programas de Gobierno, es pertinente analizar de manera separada el comportamiento de la vivienda de interés social (VIS), que incluye el segmento de vivienda de interés prioritario (VIP) y en el cual han sido focalizados la mayoría de los programas, de la no VIS correspondiente a la vivienda de mayor precio.

### Dinámica reciente de los precios

Los precios de la vivienda relativos al IPC mostraron un fuerte crecimiento desde 2006 y en 2015 alcanzaron el nivel más alto registrado después de 1993. A partir de diciembre de 2015, se observó un cambio en la tendencia, primero con estabilización en el crecimiento de los precios

y, posteriormente, con su desaceleración durante 2017, incluso con registros de crecimiento por debajo de la inflación (Índice de precios de la vivienda del Banco de la República, Gráfico R1.1).

**Gráfico R1.1**  
Índices de precios de la vivienda (relativos al IPC)



Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

El fuerte crecimiento de los precios desde 2006 estuvo asociado con la fase ascendente del ciclo de la economía impulsado por los altos precios de los bienes básicos, sobre todo del petróleo. En este contexto, se observó un alto nivel de inversión y mayor liquidez para los proyectos de inversión. Este fenómeno, acompañado de una mayor demanda gracias al aumento del ingreso disponible, se transmitió en una buena dinámica en el sector en términos de unidades comercializadas y mayores precios. La caída del precio del petróleo desde mediados de 2014 se tradujo en una desaceleración en el ritmo de valorización de la vivienda.

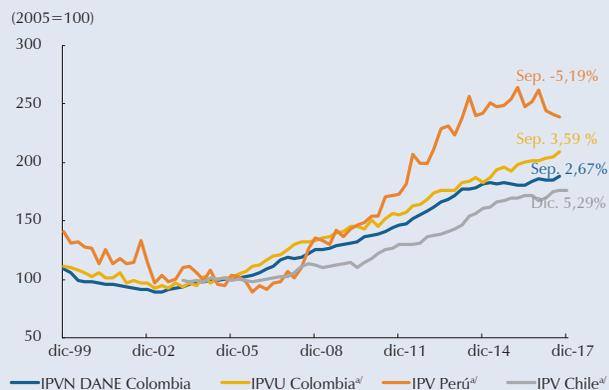
La transmisión de los altos precios de los bienes exportados a los precios de los activos no es un fenómeno exclusivo de la economía colombiana. En Chile y Perú, con el aumento del precio del cobre especialmente, los precios de la vivienda también se aceleraron (Gráfico R1.2). De forma consistente, los menores precios internacionales de ese bien básico significaron una desaceleración de los precios de la vivienda en dichos países. Cabe resaltar que en el caso de Perú los precios incluso han caído relativos a la inflación y hasta ahora no ha significado un desplome del mercado de vivienda.

### Unidades ofrecidas y vendidas

Recientemente, el crecimiento moderado y el ajuste de la economía tras la caída de los precios del petróleo conllevó a una menor dinámica en el sector vivienda. El segmento

\* Las autoras son, en su orden, estudiante en práctica, y profesional experto y profesional del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones, posibles errores y omisiones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

**Gráfico R1.2**  
Índices de precios reales de la vivienda en Chile, Perú y Colombia



a/ Incluye viviendas nuevas y usadas.  
Fuentes: Bank for International Settlements, DANE, Banco de la República y Cámara Chilena de la Construcción.

de vivienda de mayores precios (mayores a 435 salarios mínimos mensuales legales vigentes [SMMLV]) ha sido el más golpeado por la desaceleración del sector, mientras que la vivienda de interés social muestra un mejor comportamiento en este contexto adverso, soportado, ante todo, por los programas de vivienda del Gobierno.

La desaceleración de la economía ha golpeado en primer lugar la demanda de vivienda nueva. Las ventas acumuladas año corrido en este segmento se contrajeron de enero a noviembre de 2017 a una tasa promedio de 0,9% cada mes, equivalente a una reducción de 8,9% frente al 2016, siendo la mayor caída de las ventas en el período de registro (Gráfico R1.3).

Ante el peor comportamiento de las ventas, la oferta de vivienda nueva se empezó a desacelerar desde marzo de 2017, aunque continúa expandiéndose (10,3% en términos anuales). Los indicadores líderes muestran que la corrección de la oferta habría sido más pronunciada en los meses siguientes: el número de lanzamientos de vivienda cayó de 183.900 en agosto de 2016 a 160.200 en igual mes de 2017 (-13%), observándose los mayores retrocesos en Bogotá y Cundinamarca; en Antioquia, a su vez, el área para construcción según las licencias otorgadas se contrajo 11% frente a octubre de 2016.

La corrección de la oferta no ha logrado compensar la fuerte caída de las ventas, por lo que se observa que el indicador de oferta sobre ventas ha repuntado ubicándose en 0,73 en agosto de 2017 frente a 0,64 en el mismo mes de 2016. Es decir, se requiere un mes más para vender el total de unidades de vivienda nueva ofrecidas en lo corrido del año frente a 2016, y tres más si se compara con 2015 (Gráfico R1.3).

**Gráfico R1.3**  
Vivienda nueva: ventas (acumulado doce meses) y oferta (promedio doce meses)<sup>a/</sup>



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

### Segmento VIS

El segmento de vivienda de interés social mostró un comportamiento positivo en la primera mitad de 2017, seguido por una desaceleración en el segundo semestre. La fuerte contracción del segmento menor a 70 SMMLV, debido a la finalización del programa de vivienda gratuita Mi Casa Ya, y el menor crecimiento de las ventas en los últimos meses del segmento de 70 a 135 SMMLV, explican la menor dinámica. Con la culminación del programa de vivienda 100% subsidiada del Gobierno, el cual contemplaba un total de cien mil viviendas en el país, se agotó la mayor parte de la demanda en el segmento (Cuadro R1.1). La contracción en las ventas, que se presentaba desde 2016, se intensificó en el segundo semestre de 2017, con una caída de 59% de las ventas anuales (Gráfico R1.4). Aunque otros programas vigentes aún benefician a este segmento, se espera una corrección mayor en la medida en que el efecto del programa de vivienda gratuita se deje de observar en los totales acumulados del año.

En el segmento VIS de mayores precios (70 a 135 SMMLV) las ventas se han desacelerado desde septiembre, pero siguen teniendo una expansión importante en términos anuales (16%) (Gráfico R1.5). Aquí buena parte del crecimiento de la demanda viene de programas del Gobierno, principalmente el que subsidia la tasa de interés (Cuadro R1.1). En Cali, Barranquilla, Bucaramanga, Manizales y Pereira, las ventas siguen creciendo de manera favorable gracias a la posibilidad de habilitar nuevos desarrollos para responder a la demanda. En otras ciudades principales las ventas de VIS se contraen por la dificultad de aumentar la oferta por problemas como: disponibilidad y costo del suelo en Bogotá, efecto de reglamentaciones específicas en Medellín y disponibilidad de agua en Santa Marta.

Cuadro R1.1  
Descripción de los programas de vivienda

Programa	Objetivo	Avance	Inicio del programa	Final del programa	Segmento beneficiado (valores en SMMLV)
Casa 100% subsidiadas (primer etapa)	100.000 viviendas	Finalizado	2012		
Casa 100% subsidiadas (segunda etapa)	30.000 viviendas	Hasta 2017: 12.612	2016	Vigente	
Cuota inicial	88.000 hogares	55.107 hogares	2015	Vigente	VIP-VIS (70-135)
Ahorradores	5.993 subsidios	Finalizado	2013	2017	VIP
Subsidio a la tasa de interés no VIS		A 2014: 66.203 coberturas	2013	Ampliación del programa	No VIS (135-335)
Subsidio a la tasa de interés VIS		A 2014: 134.114 coberturas	2013	Ampliación del programa	VIP-VIS (70-135)
Subsidio a la tasa de interés no VIS (segunda generación)	Ampliación 40.000 cupos		2017	Vigente	No VIS (135-435)
Subsidio a la tasa de interés VIS (segunda generación)		22.174 coberturas	2017	Vigente	VIP-VIS (70-135)

Fuente: Ministerio de Vivienda.

Gráfico R1.4  
Vivienda nueva: ventas (acumulado doce meses) y oferta (promedio doce meses) (precio menor a 70 SMMLV: VIP)



Fuente: Camacol; cálculos del Banco de la República.

### Segmento no VIS

En el mercado no VIS se observa una desaceleración de las ventas más acentuada que en el de VIS. El indicador de oferta relativo a ventas se ha disparado (hasta 0,96), lo que se explica por una fuerte caída de las ventas y la respuesta insuficiente de la oferta. El menor crecimiento económico, el aumento del desempleo en las áreas urbanas, los bajos niveles de confianza y las altas tasas de interés hipotecarias en los primeros meses de 2017 se han reflejado a través de este segmento en la dinámica del sector vivienda.

En términos anuales, las ventas crecieron a una tasa promedio de 3,2% en el primer trimestre de 2017. A partir de

Gráfico R1.5  
Vivienda nueva: ventas (acumulado doce meses) y oferta (promedio doce meses) VIS

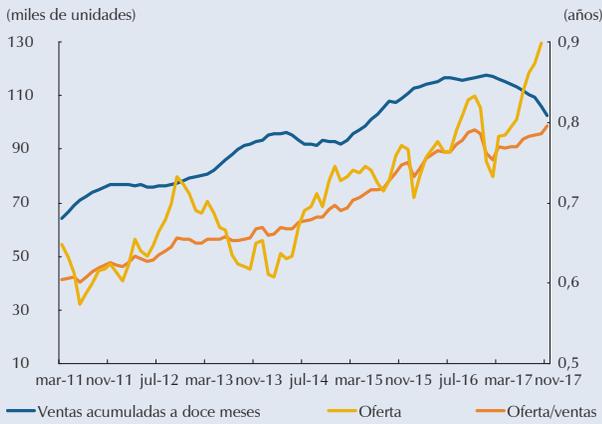


Fuente: Camacol; cálculos del Banco de la República.

mayo inició un periodo de contracción que alcanzó una caída máxima de 12% anual en noviembre (Gráfico R1.6). La disminución de las ventas fue superior para las viviendas de mayor precio: 15% en el segmento de más de 435 SMMLV (Gráfico R1.7), 11% de 335 a 435 SMMLV y 10% de 235 a 335 SMMLV, siendo el segmento de 135 a 235 SMMLV el único que presentó variación positiva (9%).

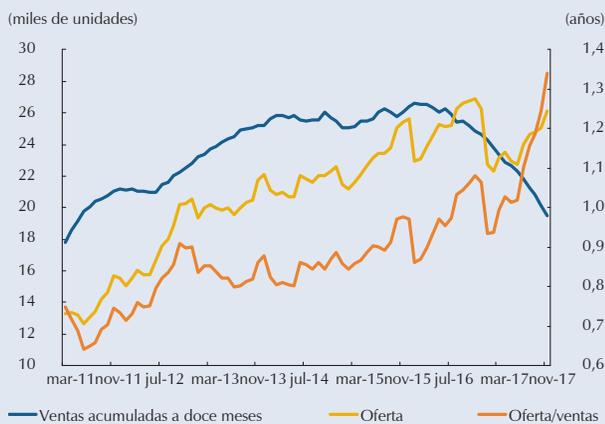
La menor dinámica en este segmento obedece, sobre todo, a factores de demanda, posiblemente asociados con la postergación de la decisión de compra de los agentes en respuesta a dos factores: en primer lugar, a un menor crecimiento de los precios de la vivienda lo cual puede generar la idea de que los activos se valorizan menos que

**Gráfico R1.6**  
**Vivienda nueva: ventas (acumulado doce meses) y oferta**  
**(promedio doce meses)**  
**No VIS**



Fuente: Camacol; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico R1.7**  
**Vivienda nueva: ventas (acumulado doce meses) y oferta**  
**(promedio doce meses)**  
**Precio mayor a 435 SMMLV: NO VIS sin subsidio**



Fuente: Camacol; cálculos del Banco de la República.

en el pasado, y en segundo lugar, al hecho de que en un escenario de disminución de las tasas de interés por parte del Banco Central, los agentes estarían dispuestos a posponer la compra de la vivienda con crédito hipotecario hasta cuando consideren que el ciclo de disminución de tasa de interés ha llegado a su fin y las tasas de interés son lo más bajas posibles.

En el segmento no VIS, en particular el de precios superiores a 335 SMMLV, la caída de las ventas se acompaña de una contracción en la oferta de viviendas. Mientras que en el segmento VIS el número de iniciaciones aumentó en promedio 20% anual durante 2017, los no VIS se contrajeron 6%. De forma consistente, la tendencia del número de lanzamientos por segmentos (aumentan en promedio 10% en 2017 los de VIS frente a -12% de no VIS) indica que la corrección de la

oferta total se ha dado principalmente por no VIS. A pesar de la debilidad de la oferta, el ritmo de contracción de las ventas ha sido superior, hecho que continúa frenando la dinámica del sector.

### Perspectiva por segmentos

Por segmentos de precios, se espera que el mayor dinamismo esté en viviendas entre 135 y 335 SMMLV y el menor en aquellas menores a 70 SMMLV y mayores a 335 SMMLV. En particular,

- El mercado de VIP (< 70 SMMLV) fue el más beneficiado por los programas de vivienda gratuita del Gobierno. Como dichos programas llegaron a su fin, no se esperan repuntes importantes en el número de viviendas vendidas en el segmento ni en la iniciación de proyectos nuevos.
- El segmento de 70 a 135 SMMLV continuará siendo favorecido por el programa Mi Casa Ya en la modalidad de subsidio a la tasa de interés. Si además se logran superar los factores que han frenado la oferta, se podría observar una mejor dinámica en 2018, o al menos no un desmejoramiento, debido a los programas del Gobierno focalizados en este sector y que aún cuentan con cupos.
- La vivienda en el rango de 135 a 435 SMMLV se verá favorecida por la extensión en el rango de precios que cubre el programa Mi Casa YA - subsidio a la tasa de interés y que dispone de cuarenta mil cupos. En este rango, el programa podría impulsar el crecimiento de las ventas de vivienda de menor precio y reactivar las de mayores precios.
- En el segmento no VIS de mayor precio se observa el mayor deterioro en la dinámica, explicada, en especial, por la debilidad de la demanda. Es posible que la transmisión de las reducciones de tasa de interés a las tasas hipotecarias, la mayor capacidad de compra por la moderación de los precios y mejor disposición a comprar vivienda de los hogares permita una recuperación del segmento. Sin embargo, no se espera una corrección significativa en el corto plazo.

### III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

**La inflación anual al consumidor cerró 2017 con un descenso significativo** frente al dato observado a finales de 2016, aunque se mantuvo por encima de la meta de inflación del 3,0%.

**El descenso de la inflación anual al consumidor se concentró** en los primeros siete meses del año. Durante el cuarto trimestre se mantuvo un poco por encima del 4,0%.

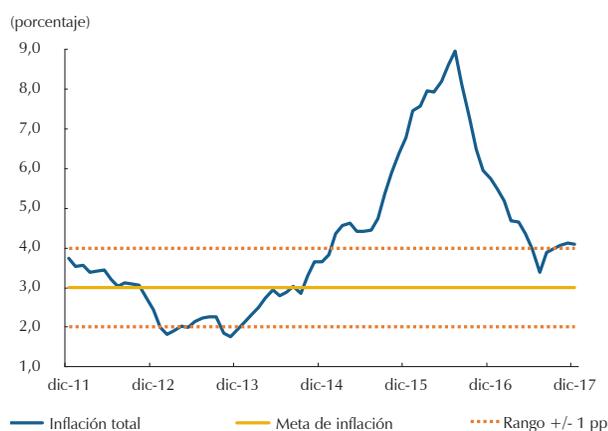
**La inflación básica también disminuyó en 2017**, aunque a finales del año presentó un leve repunte y con una cifra que siguió siendo superior al 4,0%.

**En 2017 la inflación al consumidor recibió choques alcistas** de una sola vez por cuenta del incremento de los impuestos indirectos. Además, continuó la persistencia de los mecanismos de indexación a la inflación pasada y a los salarios.

**Adicionalmente, a finales de año se observaron otros aumentos puntuales** de precios relacionados con choques de oferta transitorios.

La inflación anual al consumidor terminó el año en 4,09%, una cifra significativamente menor que la observada un año atrás (5,75%) y cercana a lo que se había anticipado en los informes y las expectativas que tenía el mercado a comienzos de año, aunque un poco mayor que las estimaciones que se habían hecho en los últimos tres meses. Pese a esta sustancial disminución, la inflación permaneció por encima de la meta del 3%.

Gráfico 22  
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Como se preveía, la inflación anual al consumidor durante 2017 presentó dos tendencias: primero una caída marcada desde diciembre de 2016 (5,75%) hasta julio (3,40%), y luego un aumento moderado a partir de agosto y hasta finales de año (Gráfico 22 y Cuadro 6).

La primera fase descendente está vinculada con la recuperación de la oferta agropecuaria, una vez desaparecieron los efectos del fenómeno de El Niño y del paro de transporte de carga y agrario del año 2016. También, se relaciona con la debilidad de la demanda, la cual viene limitando, desde hace ya

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

Descripción	Ponderación	Dic-16	Mar-17	Jun-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>5,75</b>	<b>4,69</b>	<b>3,99</b>	<b>3,97</b>	<b>4,05</b>	<b>4,12</b>	<b>4,09</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>71,79</b>	<b>5,14</b>	<b>5,13</b>	<b>5,12</b>	<b>4,71</b>	<b>4,70</b>	<b>4,80</b>	<b>5,01</b>
Transables	26,00	5,31	5,59	4,41	3,41	3,38	3,64	3,79
No transables	30,52	4,85	5,33	5,21	5,21	5,23	5,27	5,49
Regulados	15,26	5,44	4,05	6,01	5,68	5,61	5,58	5,86
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>7,22</b>	<b>3,65</b>	<b>1,37</b>	<b>2,22</b>	<b>2,51</b>	<b>2,52</b>	<b>1,92</b>
Perecederos	3,88	(6,63)	(13,09)	(14,72)	(0,32)	3,20	5,89	5,84
Procesados	16,26	10,74	6,28	3,29	0,84	0,52	(0,15)	(0,91)
Comidas fuera del hogar	8,07	8,54	8,94	7,62	6,01	5,78	5,75	5,21
<b>Indicadores de inflación básica</b>								
Sin alimentos		5,14	5,13	5,12	4,71	4,70	4,80	5,01
Núcleo 20		6,18	6,01	5,31	4,87	4,73	4,69	4,87
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		6,03	5,61	5,07	4,31	4,13	4,09	4,02
Inflación sin alimentos ni regulados		5,05	5,44	4,87	4,44	4,44	4,57	4,76
<b>Promedio de todos los   indicadores</b>		<b>5,60</b>	<b>5,55</b>	<b>5,09</b>	<b>4,58</b>	<b>4,50</b>	<b>4,54</b>	<b>4,66</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

varios trimestres, los ajustes alcistas de precios en gran parte de la canasta familiar. El descenso se dio pese al choque alcista que recibió un amplio conjunto de precios por cuenta del aumento del IVA y de algunos otros impuestos indirectos, como resultado de la entrada en vigencia de la reforma tributaria a comienzos de 2017. Estos aumentos en impuestos, que se transmitieron en un gran porcentaje durante los tres primeros meses del año, no interrumpieron la tendencia descendente de los precios al consumidor.

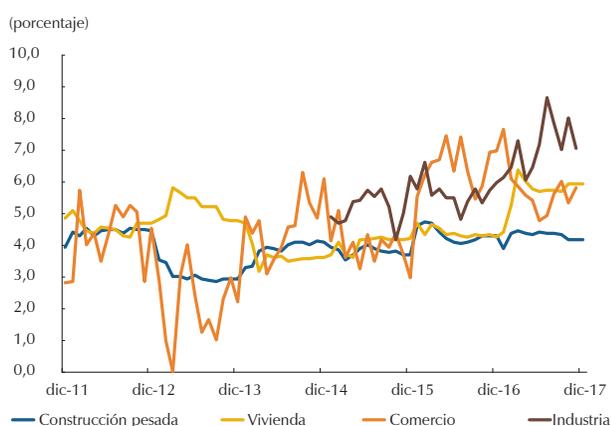
En agosto hubo un quiebre en el descenso de la inflación y se presentaron aumentos que la retornaron a niveles superiores al 4,0%. Como se había previsto, estos incrementos tuvieron su origen en la presión alcista ejercida por la variación anual del IPC de alimentos, la cual estuvo asociada, en buena parte, con la normalización del nivel de los precios después de las fuertes caídas registradas en trimestres anteriores. Debido a estas caídas, mucho más pronunciadas que las usuales, sobre todo en los últimos meses de 2016, la base de comparación fue muy baja, lo que se manifestó en el repunte de la variación anual de este índice a finales de 2017.

Además, en el cuarto trimestre de 2017 también se registraron presiones al alza en los principales componentes del IPC sin alimentos. Esto sucedió, en parte, por choques puntuales en algunos precios de transables y no transables en noviembre y diciembre, relacionados con el paro en el sector de transporte aéreo y por el aumento en los precios de servicios de diversión, entre otros, como se explicará

más adelante. A esto se sumaron incrementos en las tarifas de bienes y servicios regulados, como los combustibles y el transporte público.

Con el dato de diciembre se completaron cuatro años consecutivos en que la inflación supera por un margen relevante la meta del 3,0%. Esto ha repercutido en unas expectativas superiores frente a dicha meta, en mayores niveles de indexación y, hasta cierto punto, en un incremento de la inercia inflacionaria en la formación de precios.

Gráfico 23  
Salarios nominales  
(variación anual)



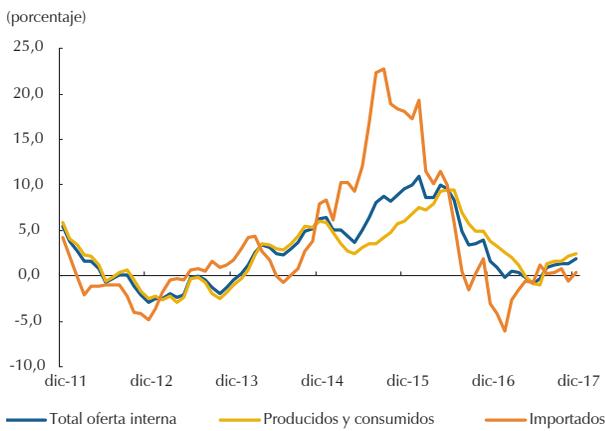
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Una posible fuente de presiones inflacionarias en 2017, incluido el cuarto trimestre, fueron los ajustes en los costos laborales. De acuerdo con la información disponible, algunos ajustes salariales tendieron a ser poco compatibles con la meta de inflación del 3,0%. Este es el caso del salario mínimo que se ajustó 7,0% para 2017, más que compensando la pérdida de su poder adquisitivo un año atrás, debido a la inflación de finales de 2016 (5,75%). Algo similar habría sucedido con el salario promedio de la industria manufacturera, el cual se ajustaba a una tasa de 7,1% para noviembre de 2017. Ahora bien, a lo largo de todo el año, incluido el cuarto trimestre, los otros indicadores salariales presentaron reajustes menores al 7,0%, en particular en el sector comercio el aumento era de 5,8% en noviembre, y los salarios de la construcción pesada y de vivienda se ajustaban en diciembre a tasas anuales de 4,2% y 5,9%, respectivamente (Gráfico 23).

El ajuste de los salarios, de todas maneras, debió ser atenuado por la holgura del mercado laboral, como lo sugieren las estimaciones de la *non accelerating inflation rate of unemployment* (Nairu), cuyo nivel se encuentra por debajo de la tasa de desempleo para finales de 2017 y comienzos de 2018, según las proyecciones que se comentarán más adelante.

Con respecto a las presiones al alza originadas en los costos no laborales, estas fueron escasas en 2017 o, en el mejor de los casos, operaron a la baja, incluso a finales del año, cuando estos habrían empezado a ajustarse a tasa crecientes, como lo señala el comportamiento del índice de precios al productor (IPP). La variación anual de este indicador, igualmente, presentó dos tendencias en el año: decreciente en el primer semestre y ascendente en la segunda mitad. En los primeros seis meses de 2017 se observó un descenso en la variación anual del IPP de oferta interna (IPP importado más IPP de producidos y consumidos internamente) de 1,62% en diciembre de 2016 a -0,83% en junio de 2017, denotando ausencia de presiones de costos (Gráfico 24). A esta caída contribuyó el segmento de precios locales del IPP (cayó de 3,85% en diciembre de 2016 a -0,91% en junio), pero no así el de los precios de las importaciones del IPP (aumentó de -3,13% a -0,66%), que incorporó

Gráfico 24  
IPP por procedencia  
(variación anual)



Fuente: DANE.

las alzas observadas en la cotización del dólar, en especial durante el segundo trimestre.

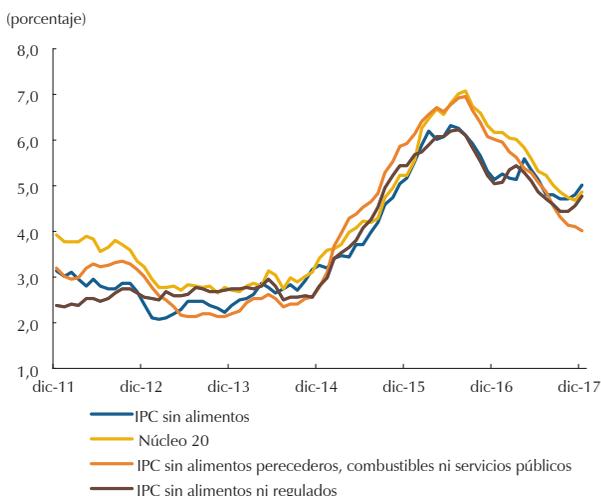
En la segunda mitad de 2017 la variación anual del IPP aumentó a 1,85% en diciembre, aunque se mantuvo en niveles muy bajos, por lo que tampoco puede hablarse de presiones inflacionarias relevantes provenientes de los costos no laborales. Los aumentos se registraron tanto en el IPP importado (subió de -0,66% en junio a 0,32% en septiembre y a 0,38% en diciembre) como en el IPP local (ascendió de -0,91% en junio a 1,55% en septiembre y a 2,50% en diciembre). Este comportamiento estuvo asociado con mayores precios del petróleo y, en menor medida, con algunas alzas en los precios de productos de origen agropecuario, normales para esa época del año.

## A. LA INFLACIÓN BÁSICA

La inflación básica, estimada con el promedio de los cuatro indicadores de esta medida monitoreados regularmente por el Banco de la República, tendió a reducirse a lo largo de 2017, salvo en los dos últimos meses. Así, este promedio descendió desde diciembre de 2016 (5,60%) hasta octubre (4,50%), para repuntar en noviembre (4,54%) y diciembre (4,66%) (Cuadro 6). Su nivel se mantuvo por encima del objetivo inflacionario de largo plazo (3,0%), algo que viene sucediendo desde noviembre de 2014.

Tres de los cuatro indicadores de inflación básica determinaron el desempeño alcista en los dos últimos meses de 2017 (Gráfico 25). Estos fueron el IPC sin alimentos,

Gráfico 25  
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

que cerró el año 2017 en 5,01%, cerca de 30 puntos base (pb) por encima del registro de octubre; el núcleo 20, que pasó de 4,73% en octubre a 4,87% en diciembre, y el IPC sin alimentos ni regulados, que aumentó de 4,44% a 4,76% entre estos dos mismos meses. En contraste, el IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos registró en diciembre (4,02%) un nivel inferior al de octubre (4,13%).

La caída de los indicadores de inflación básica en los primeros diez meses de 2017 se dio pese al aumento de los impuestos indirectos a comienzos del año, sobre los que existe evidencia de una transmisión importante a los precios al consumidor. Así, el descenso se explica por una demanda débil, por ausencia de presiones importantes del tipo de cambio y por costos de producción a la baja durante el primer semestre. Sin

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

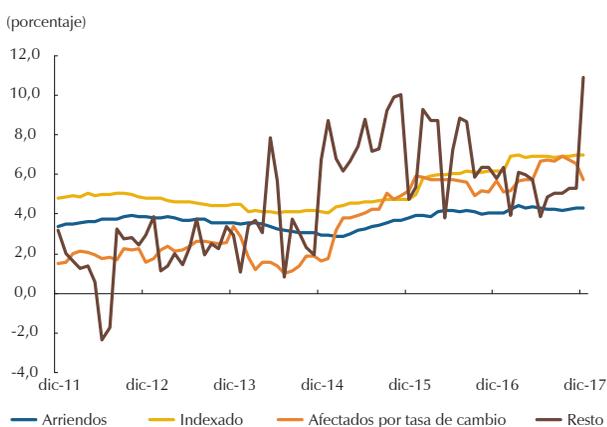
embargo, en los dos últimos meses la inflación básica estaría comenzado a incorporar ajustes observados en los precios de algunos bienes transables, incluida la gasolina y el petróleo, así como choques puntuales, principalmente de naturaleza transitoria, sobre varios precios.

En el caso específico del IPC sin alimentos, se observó una reducción durante los primeros tres trimestres del año y luego un aumento en el cuarto. Este comportamiento a lo largo del año fue liderado por la subcanasta del IPC de transables (sin alimentos ni regulados), cuya variación anual de precios cayó de 5,31% en diciembre de 2016 hasta alrededor de 3,40% en septiembre y octubre de este año, para finalmente subir en los meses de noviembre (3,64%) y diciembre (3,79%).

La tendencia decreciente inicial de la variación anual del IPC de transables se hizo más marcada a partir de abril, una vez se completó la transmisión de los impuestos indirectos a los precios al consumidor, que en el caso de los transables fue particularmente importante (Cuadro 6 y Gráfico 26). Por su parte, las alzas en los últimos meses de 2017 fueron lideradas por pasajes aéreos y coincidieron con la reciente huelga de la principal aerolínea del país. En estos últimos meses también se presentaron aumentos en el precio de los vehículos, que fueron mayores a los observados doce meses atrás cuando, por la feria del automóvil, se ofrecieron rebajas por parte de los ensambladores e importadores.

En el caso del IPC de no transables sin alimentos ni regulados, su variación anual tendió a avanzar durante el primer trimestre del año (de 4,85% en diciembre de 2016 a 5,33% en marzo de 2017), luego se mantuvo estable en los siguientes dos trimestres y hacia el cuarto volvió a aumentar, cerrando el año en 5,49% (Cuadro 6 y Gráfico 27). Este subgrupo se vio afectado en el primer trimestre del año pasado por los mayores tributos incorporados en la reforma tributaria más reciente, y por la alta indexación de sus componentes a la inflación del año 2016 (5,75%) y al salario mínimo, cuyo ajuste en 2017 fue de 7,0%.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

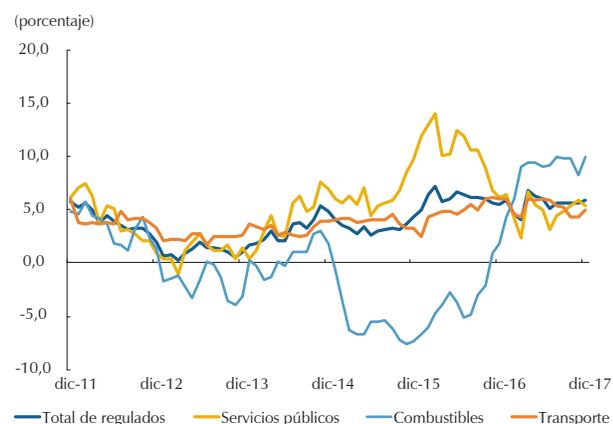
Con respecto al alza registrada a finales de 2017 en esta canasta, aquella se concentró en el ítem denominado “otros servicios relacionados con diversión” (que se incluye en el agregado “resto” que se presenta en el Gráfico 27) y el cual se mide, en parte, teniendo en cuenta el comportamiento del precio de las boletas de fútbol. En noviembre y en diciembre las alzas en el grupo “resto” de no transables fueron considerables y mucho mayores que las registradas el año pasado (la

variación anual fue 5,27% en noviembre y 10,88% en diciembre) y el grueso de ellas habrían obedecido a entradas de fútbol.

Los hechos estilizados muestran que cuando los equipos de fútbol de la capital llegan a la final, suelen ajustar los precios de las boletas de una manera desproporcionada, y esto afecta la medida de inflación anual, debido al peso de Bogotá en el IPC total. Si se excluye el ítem en cuestión, la inflación anual hubiera sido de 3,98%. Por otro lado, si se toman los ajustes de precios de este mismo rubro observados en 2016 (cuando solo un equipo de Bogotá llegó a la final), la inflación anual hubiera terminado el año en 3,99%.

Es importante señalar, sin embargo, que estos aumentos en los precios de fútbol suelen ser transitorios y se revierten a comienzos del siguiente año o torneo, por lo que su efecto sobre la inflación anual al consumidor es puntual y no permanente.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por último, en el caso del IPC de regulados, su desempeño se caracterizó por una alta volatilidad y una ausencia de tendencia clara durante 2017, terminando el año en 5,86% (Gráfico 28). Las presiones alcistas se registraron en combustibles (9,94% en diciembre), tarifas de acueducto (8,1%) y gas domiciliario (9,1%). En el primer caso, estos precios fueron afectados por la reforma tributaria, la cual grabó el precio de la gasolina con el impuesto verde (135 pesos por galón). Además, los aumentos en el precio internacional del petróleo durante el segundo semestre del año habrían empezado a transferirse al precio interno de la gasolina, sin que hayan sido compensados por la apreciación del peso. Ambos factores habrían determinado que los ajustes anuales del IPC de gasolina hubieran sido altos a lo largo de buena parte del año, fluctuando entre 8,3% y 9,9% en los últimos diez meses.

En el caso del acueducto, los incrementos tarifarios incorporan los costos generados por la ampliación de la cobertura y las mejoras en la infraestructura de las empresas del sector, acorde con lo decretado por las autoridades respectivas. Respecto al gas, las alzas estuvieron vinculadas a los sobrecostos causados por los problemas en la infraestructura de transporte.

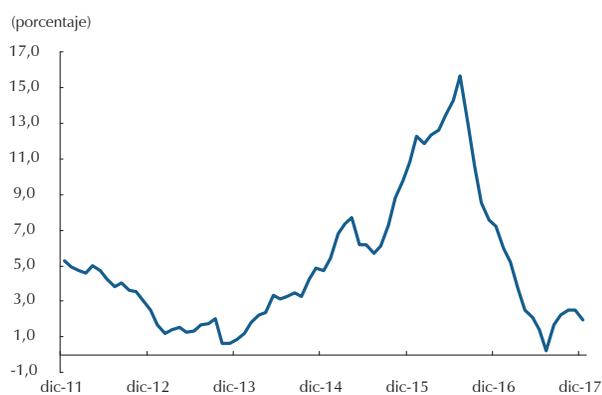
Por su parte, el grupo transporte en el IPC terminó con un ajuste anual en diciembre (4,92%) inferior al de diciembre de 2016 (6,06%) y septiembre (5,17%). Sin embargo, con respecto a noviembre (4,32%) repuntó, lo cual se explica porque a comienzos de diciembre aumentó en 100 pesos el pasaje de buses, busetas y colectivos del Sistema Integrado de Transporte Público (SITP) provisional en Bogotá.

## B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

Alimentos fue el componente de la canasta del IPC que más contribuyó al descenso de la inflación al consumidor en 2017, en especial durante la primera mitad del año. La buena oferta agropecuaria a lo largo de 2017, una vez se superaron los efectos del fenómeno de El Niño y del paro camionero, continuó haciendo posible el descenso de la variación anual de alimentos en los primeros trimestres del año, hasta su mínimo en julio (0,20%). Aunque a partir de agosto este indicador presentó incrementos hasta alcanzar 2,52% en noviembre, esta tendencia es

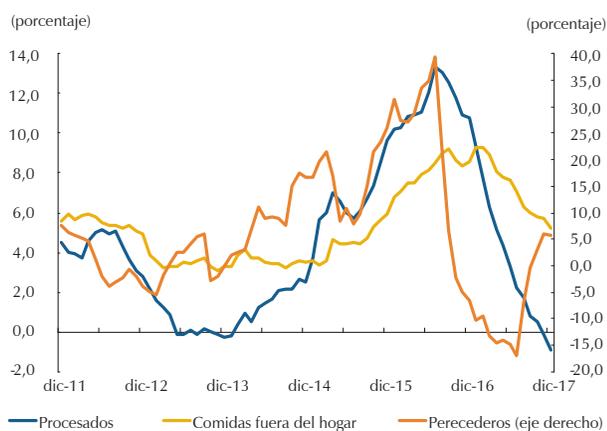
atribuible a la existencia de una base baja de comparación estadística en igual período de 2016, cuando se observaron caídas en los precios, sin que el impulso alcista tenga que ver con un problema de deterioro en la oferta de alimentos. Para diciembre se presentó de nuevo un descenso en la variación anual de alimentos a 1,92% (Cuadro 6 y Gráfico 29). Así, en el caso de esta canasta, el año cerró por debajo de las expectativas que tenía el mercado un trimestre atrás.

Gráfico 29  
IPC de alimentos  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 30  
IPC de alimentos por grupos  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Excepto por alimentos perecederos, las grandes agregaciones de esta sub-canasta cayeron casi todo el año (Gráfico 30). Los alimentos procesados pasaron de terreno positivo en diciembre de 2016 (10,74%) y septiembre de 2017 (0,84%) a terreno negativo en diciembre pasado (-0,91%). El grupo de las comidas fuera del hogar, una vez superadas las alzas en algunos de sus componentes por cuenta de la entrada en vigencia de la reforma tributaria y de la mayor indexación a comienzos de 2017 (subió de 8,54% en diciembre de 2016 a 9,31% en febrero), y descendió sin interrupción desde marzo, terminando 2017 en 5,21%. Esta tendencia decreciente podría estar reflejando la debilidad de la demanda interna.

El segmento de alimentos perecederos es el único que ha ejercido algunas presiones alcistas sobre la inflación anual, y esto solo durante la segunda mitad del año. Ello obedece, en parte, a la baja base de comparación estadística ya mencionada, pero también sería parte del ciclo normal de los precios, que se situaron en niveles muy bajos en 2016.

## IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

**El pronóstico de inflación anual al consumidor aumentó** para 2018 frente a lo presentado en el informe de septiembre.

**No obstante, se espera que la inflación continúe convergiendo** a la meta del 3% a lo largo de 2018 y 2019.

**En este Informe sobre Inflación se mantuvo el punto medio del rango** de pronóstico de crecimiento del PIB para 2018 en 2,7%, pero el análisis de riesgos más reciente permitió subir el piso y el techo del intervalo a 1,7% y 3,7%, respectivamente.

**El pronóstico central de crecimiento supone que el aumento observado** en el precio del petróleo a comienzos de año es en buena parte transitorio.

### A. CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2018

En esta versión del *Informe sobre Inflación* el equipo técnico del Banco de la República mantuvo el pronóstico central de crecimiento para 2018 presentado en el informe anterior, pero elevó el piso y el techo de los escenarios bajo y alto. Con esto, para 2018 se prevé un crecimiento anual del PIB de 2,7% como cifra más probable, ahora contenido en un rango entre 1,7% y 3,7%. En el informe de septiembre dicho rango estaba entre 1,5% y 3,5%, lo que indicaba mayores riesgos a la baja. El pronóstico actual se encuentra más balanceado, reflejando el comportamiento reciente de los precios del petróleo. Cabe señalar que el nuevo rango es consistente con un avance significativo en 2017 del proceso de ajuste macroeconómico ante el choque a los términos de intercambio de años anteriores, gracias a lo cual la economía colombiana ganaría dinamismo paulatinamente en 2018 y convergería hacia un crecimiento más cercano a lo que sería su ritmo de expansión potencial estimado por el equipo técnico.

Como es usual, los supuestos sobre el desempeño de los factores fundamentales externos para la expansión del PIB son consistentes con los de los escenarios de balanza de pagos presentados en el capítulo I. En este sentido, para 2018 se prevé una recuperación del crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales frente a lo registrado para 2017, especialmente por un mayor dinamismo de las economías avanzadas. Asimismo, se prevé una recuperación (aunque menor) del crecimiento de la mayoría de los países latinoamericanos. Lo anterior permitiría una contribución positiva de la demanda externa al crecimiento del producto.

*La mayor demanda externa y los términos de intercambio más altos deberán impulsar el crecimiento en 2018.*

De la misma manera, se proyecta un aumento, aunque moderado, de los precios internacionales de las principales materias primas exportadas por el país. En particular se espera que el precio internacional del petróleo Brent (referencia para Colombia) se ubique en USD 60 promedio durante 2018, un 9,5% mayor que el de 2017. Esto significaría no solo un nivel de términos de intercambio mayor que el observado durante el año anterior, sino un impulso a las actividades de exploración y explotación de crudo en el territorio colombiano, y al desempeño del ingreso nacional bruto disponible y de las cuentas fiscales de la nación en el mediano y largo plazos. La mayor demanda externa y el incremento en el nivel de los términos de intercambio promovería un mejor desempeño de las exportaciones netas en dólares, lo que a su vez contribuiría al ajuste del déficit comercial.

Los pronósticos también suponen que la economía colombiana seguiría siendo financiada sin mayor inconveniente por el ahorro externo durante 2018, y que los flujos de capitales que entran al país se mantendrían en niveles relativamente estables. Esto, teniendo en cuenta que las recientes revisiones por parte de las calificadoras de riesgo a la perspectiva de la deuda pública colombiana habían sido en gran parte anticipadas por el mercado, y por lo tanto no se reflejaron en los indicadores de riesgo-país. No obstante, no se descartan incrementos en el costo del crédito externo, dada la normalización de la postura de política monetaria en las economías avanzadas.

Con respecto a los supuestos internos, en particular aquellos relacionados con el desempeño del gasto del Gobierno y de la inversión en obras civiles, se espera una contribución positiva a la expansión del producto en 2018. En el primer caso, para el año en curso se proyecta un crecimiento algo más bajo que lo que se habría observado para el agregado de 2017, aunque mayor que el del PIB. Esto sería resultado, en gran medida, de los efectos del calendario electoral y del ajuste que se espera en las cuentas fiscales por parte del Gobierno Nacional Central (GNC) consistente con lo contemplado en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP) y con lo permitido por el marco regulatorio de la regla fiscal. También, tiene en cuenta una mayor ejecución por parte de los gobiernos regionales y locales frente al año pasado. En cuanto a la inversión en obras civiles, se proyectan expansiones importantes, similares a las de 2017. Esto, debido a un mayor gasto de infraestructura por parte de los gobiernos regionales, que a su vez complementaría el buen dinamismo esperado para la inversión en actividades de exploración y explotación del sector minero y, en menor medida, el desembolso de recursos para las vías 4G.

*Las acciones recientes de política monetaria deberán contribuir a la expansión de la demanda interna en los próximos trimestres.*

El crecimiento de 2018 debe resultar favorecido por la convergencia de la inflación hacia la meta de 3,0% y por las acciones recientes de política monetaria, lo cual se traduciría en un alivio a la dinámica del ingreso disponible real de la economía. Ello contribuiría a que la absorción reporte un buen crecimiento durante este año. Esto, siempre y cuando las tasas de mercado continúen reaccionando a los movimientos acumulados a la fecha de la tasa de intervención del Banco de la República. No obstante, existe el riesgo de que los altos niveles de endeudamiento de los agentes de la economía y el deterioro reciente de la cartera actúen como limitantes a la expansión de la demanda mediante este canal.

*Se espera que en 2018 la inversión registre tasas de crecimiento mayores que las observadas en los tres años anteriores.*

Con todo lo anterior, las proyecciones para 2018 de crecimiento económico presentadas en este *Informe* tiene implícita una aceleración del ritmo de expansión de la demanda interna frente a lo observado en 2017. Este mejor comportamiento ocurriría, principalmente, en un contexto de mayores expansiones de la formación bruta de capital. Con respecto a este renglón del PIB, la inversión registraría tasas de crecimiento mayores que las observadas desde 2015. Además de la ya reseñada contribución de las obras civiles, los beneficios de la reducción de la carga tributaria a las firmas aprobada en la reforma tributaria deberían desempeñar un papel importante sobre el desempeño de la inversión privada para este año. Con lo anterior, se esperan aumentos en los rubros de maquinaria para la industria y de equipo de transporte. En contraste, para la inversión en construcción de edificaciones se observaría de nuevo un desempeño mediocre. Esto estaría relacionado, principalmente, con la existencia de un exceso de oferta en el sector de edificaciones (locales, oficinas y vivienda de ingresos altos), resultado del escaso dinamismo de la demanda en trimestres anteriores.

Para 2018 se espera que el consumo privado mantenga un dinamismo modesto, similar al registrado para el agregado del año pasado. Como ya se comentó, si bien una menor inflación y una postura de política monetaria más expansiva representan un alivio a la capacidad de compra y a la dinámica del ingreso disponible de los hogares, la alta carga financiera de los hogares y los aún bajos niveles de confianza limitarían su desempeño en este año. Esto sería especialmente relevante para el desempeño de los renglones de consumo durable y semidurable que, en ambos casos, registrarían tasas de crecimiento por debajo de sus promedios históricos.

En cuanto a las cuentas de comercio exterior, los pronósticos de crecimiento del PIB para el año en curso suponen una contribución positiva de la demanda externa a la actividad económica. En virtud de ello, y afín con los supuestos del escenario central de balanza de pagos, las ventas al exterior serían jalonadas por mejores desempeños tanto de bienes básicos como de aquellos clasificados como no tradicionales. Las importaciones, por su parte, también registrarían incrementos, de la mano de una mayor expansión de la demanda interna intensiva en bienes y servicios provenientes del exterior.

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

*La producción de bienes y servicios transables deberá ganar dinamismo en 2018.*

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), los cuales apuntan a unas mejores condiciones climáticas, permiten prever un desempeño favorable del sector. Asimismo, las proyecciones de los precios de los alimentos internacionales indican niveles algo superiores que

*Se estima una expansión del PIB minero, jalonado por los incrementos de los precios del petróleo y del carbón.*

los observados en 2017, que también estimularían la siembra de dichos productos. Además, se espera que las mejoras en las condiciones de seguridad en las zonas rurales también permitan un buen desempeño del sector agrícola. Como se ha mencionado en informes anteriores, en el caso del sacrificio de ganado, dada la duración del ciclo ganadero, es posible que la fase de retención esté llegando a su etapa final, por lo que este rubro podría presentar un crecimiento positivo para 2018.

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 de los socios comerciales que compran bienes de origen industrial, de acuerdo con las proyecciones presentadas en el capítulo I de este *Informe*.

En el PIB de la minería, por su parte, 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. Los recientes aumentos de estos precios, de mantenerse en los niveles observados en enero de 2018, implicarían un significativo repunte frente a los niveles registrados en promedio durante 2017. Lo anterior, también permitiría que los flujos de inversión mineroenergética mejoren de tal manera que se estima un mejor desempeño de los proyectos de inversión frente a lo ejecutado el año anterior.

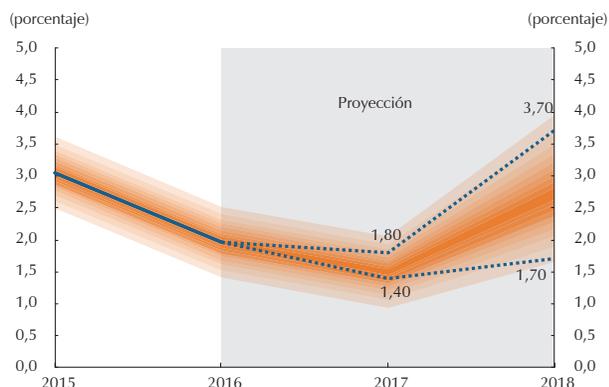
Por último, el crecimiento esperado de las obras civiles de 4G seguirá estimulando la producción no transable y contribuirá de manera importante al crecimiento del PIB de este y el próximo año. Es importante señalar que la inversión en obras civiles para la minería también permitiría prever un crecimiento favorable del sector. Además, este sector tiene encadenamientos productivos con ramas como la industria y el transporte, por lo que también debe contribuir a un mejor dinamismo en estos grupos.

El punto central, y el rango de pronóstico de crecimiento del PIB para 2018 (2,7% entre 1,7% y 3,7%) se encuentra dentro del fan chart de crecimiento económico que se deriva de los modelos de mediano y largo plazos de la Gerencia Técnica. En esta oportunidad la amplitud de los intervalos se mantiene elevada y, como se puede apreciar en los gráficos 31 y 32, los sesgos se sitúan levemente al alza. La senda central se mantuvo inalterada para 2018 frente a la presentada en el informe trimestral anterior. Los elevados riesgos sobre el 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 7 se aprecia que la probabilidad de que el crecimiento económico se ubique entre 2,0% y 3,0% en 2018 es cercana a 50,1%.

*Si el precio del petróleo se sostiene en los niveles observados a comienzos de año, el crecimiento del PIB podría ser mayor que el esperado en el escenario central.*

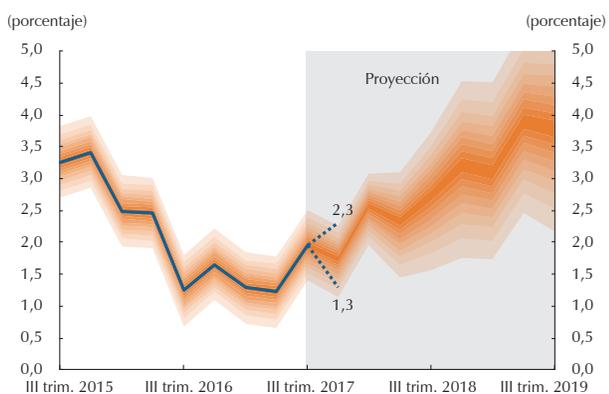
Los principales riesgos a la baja sobre el crecimiento están asociados con una menor dinámica de nuestros socios comerciales que afecte el comercio no tradicional. Por otro lado, la inversión pública podría presentar un menor dinamismo que el contemplado en el escenario central, lo que dependerá de la eficiencia en la ejecución, en particular en lo relacionado con los cronogramas de las obras civiles

Gráfico 31  
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 32  
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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.

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 USD 70 por barril durante buena parte del año, ello puede terminar estimulando la producción y la inversión en este sector mucho más de lo esperado.

## B. INFLACIÓN

### 1. Pronósticos

A finales de 2017 surgieron presiones al alza sobre los precios al consumidor en Colombia, las cuales no fueron anticipadas en los informes anteriores. Dichas presiones, algunas de ellas transitorias, pero otras con una naturaleza quizá más permanente, contrarrestaron de manera parcial las presiones a la baja sobre los precios que fueron identificadas en el informe de septiembre. Algunos de estos choques derivaron en un dato a diciembre algo superior a lo previsto, como se explicó en el capítulo III de este Informe.

Cuadro 7  
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	0,34	0,20
1,0 - 2,0	11,89	3,66
2,0 - 3,0	50,06	21,56
3,0 - 4,0	33,13	41,51
> 4,0	4,58	33,06
Entre 3 y 5	37,59	68,28
Entre 2 y 4	83,19	63,07
Entre 1, 5 y 3	59,62	24,41

Fuente: cálculos del Banco de la República.

*A finales de 2017 se presentaron algunos choques no anticipados que tendrían repercusiones en la inflación al consumidor en 2018.*

Debido a ello, en esta oportunidad se elevó la senda de pronóstico de los próximos ocho trimestres, tanto para la inflación total como para la básica, la cual en este informe corresponde al IPC sin alimentos ni regulados. No obstante, en el pronóstico central del presente *Informe* la inflación sigue convergiendo a la meta de largo plazo establecida por la JDBR, aunque esto sucede de manera más lenta que lo previsto antes.

En particular, para la inflación anual total al consumidor se proyecta un resultado superior al 3,0% pero inferior al 4,0% para finales de 2018, con cifras similares a lo largo de buena parte del año. Esto significa que el grueso del descenso que se espera en este indicador frente a la cifra observada a finales de 2017 (4,09%) debería suceder a comienzos de este año, como se explicó en el informe anterior y como se explicará más adelante. Hacia 2019 la senda central de pronóstico señala que la inflación anual continuaría convergiendo a la meta del 3,0%. Para la inflación sin alimentos ni regulados las tendencias son similares, aunque sus valores serían siempre superiores a los de la inflación total en el horizonte de pronóstico. Son tres las circunstancias que se hicieron presentes en los últimos meses y que tienden a ejercer presiones alcistas sobre la inflación a diferentes horizontes.

En primer lugar, se destaca al aumento del precio del petróleo desde mediados de 2017, el cual cobró impulso a finales de ese año y se consolidó a comienzos de 2018, situándose en niveles cercanos a los USD 70 el barril (Brent), cifra significativamente por encima de lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre. Como se explicó en el capítulo I del actual informe, esto obligó a revisar al alza las proyecciones del precio promedio de petróleo para 2018 a USD 60 por barril (Brent), frente un valor de USD 55 que se contemplaba hace un trimestre. Si bien el nuevo pronóstico supone que el aumento del precio internacional del precio del petróleo observado recientemente es transitorio y que este debe corregirse en los próximos meses, el nivel al cual debe retornar es relativamente alto, comparado con lo que se pronosticaba antes y con lo que se observó en promedio en 2017.

Este aumento en los niveles esperados para el precio del petróleo se traslada a la inflación en Colombia mediante diversos canales, siendo el más directo e importante el efecto que tienen sobre el IPC de regulados, en especial por ajustes más fuertes en el precio interno de la gasolina, de los servicios de transporte urbano y, eventualmente, del precio del gas domiciliario. Así mismo, debido al consecuente aumento en los costos de transporte de mercancías y en los de otras materias primas, este cambio en el pronóstico también se traduce en mayores precios de bienes importados y, por esa vía, en mayores presiones sobre los costos de producción no laborales, que impactan los precios al consumidor. Aunque el mayor precio del petróleo se deriva en una mayor fortaleza del peso colombiano frente al dólar y otras monedas, lo cual, en principio, contrarrestaría estas presiones alcistas, en la senda central de pronóstico que se presenta en este *Informe* no se contempla una apreciación del tipo de cambio y por lo tanto el efecto neto es al alza.

*El mayor precio internacional del petróleo se trasladaría al IPC de regulados, y por esta vía, a la inflación al consumidor.*

*El aumento del salario mínimo en 5,9% para 2018 puede ejercer presiones alcistas sobre ciertos segmentos del IPC.*

Así las cosas, el principal efecto del mayor precio del petróleo previsto fue una revisión al alza en el IPC de regulados para 2018 y 2019. Este cambio también tiene parcialmente en cuenta los incrementos ya anunciados para el transporte público en Bogotá y la introducción de una nueva plataforma tecnológica para el cobro del servicio de taxi en la capital. No obstante, no contemplan posibles revisiones en las tarifas de los servicios públicos por cambios en las fórmulas de regulación.

Una segunda fuente de presiones inflacionarias que no fue prevista en el informe anterior corresponde a la de costos laborales, en especial debido al aumento del salario mínimo para 2018 en 5,9%. Aunque dicho ajuste fue inferior al que se observó para el año pasado (7,0%), siguió estando por encima de la inflación de finales de 2017 y de la meta del 3,0%, incluso después de tener en cuenta las posibles ganancias de productividad laboral en Colombia, las cuales se han estimado en el pasado en alrededor de 1% anual bajo condiciones favorables. Se espera que otros salarios del mercado presenten ajustes más consistentes con la meta, dada la debilidad y holgura que continuará exhibiendo el mercado laboral en el contexto de una economía que se recupera lentamente.

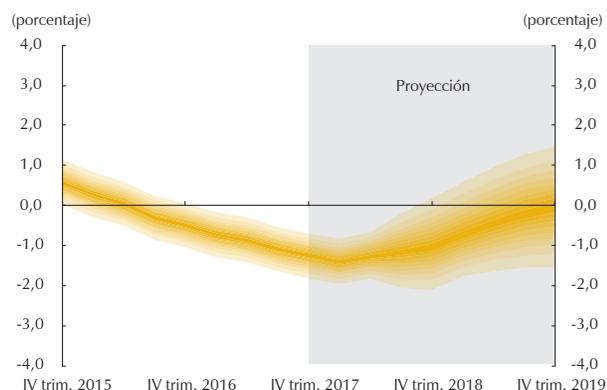
No obstante, un porcentaje considerable de la población ocupada en Colombia devenga el salario mínimo o sus ingresos se encuentran indexados a esta variable, por lo que es de esperar un aumento de los costos laborales relativamente alto en 2018. En el caso del IPC, los componentes de servicios de salud, educación, del hogar (vigilancia), entre otros, han mostrado una correlación importante con dicho salario. En términos de la senda central de pronóstico, lo anterior significó una revisión al alza, tanto en la inflación total como en la básica, sobre todo por el impacto que tienen en la canasta de no transables.

Los dos eventos anteriores, si bien pueden asimilarse a choques por una sola vez sobre el nivel de precios, pueden tener efectos persistentes sobre la inflación al consumidor. El precio de la gasolina y el salario mínimo han sido variables de referencia importantes en la formación de precios y expectativas de inflación en el pasado. Además, se encuentran vinculados a mecanismos de indexación de diferentes ítems, aunque no necesariamente de aquellos que hacen parte de la básica canasta del consumidor.

A finales de 2017 la inflación también sufrió el impacto no anticipado de aumentos puntuales en precios de algunos ítems de diversión, cultura y esparcimiento, así como de transporte aéreo, como se detalla en el capítulo III de este *Informe*. El pronóstico central contempla una devolución parcial, pero no total, de estas alzas hacia el primer trimestre del año, tanto en el nivel de precios como en la tasa de inflación. Así, su efecto es en buena parte transitorio, aunque en una pequeña medida pueden estar contaminando las expectativas y afectando los mecanismos de indexación, por lo cual también tendrían algún impacto persistente sobre la inflación anual.

Pese a los choques al alza señalados, junto con el aumento de la senda central de pronóstico, el ejercicio efectuado en este *Informe* sugiere que la inflación de-

Gráfico 33  
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: Banco de la República.

berá continuar convergiendo a la meta del 3,0% en los próximos dos años. Al igual que en el informe de septiembre, en esta oportunidad se siguen esperando escasas presiones de demanda sobre los precios, con base en el hecho de que el crecimiento en 2018, aunque mayor que el que se estima para todo 2017, continuará por debajo de lo estimado para el crecimiento de largo plazo de la economía.

Así las cosas, la brecha del producto deberá permanecer en terreno negativo en 2018, en niveles similares a los estimados para 2017 (Gráfico 33). De esta manera, la economía colombiana seguirá enfrentando excesos de capacidad productiva en los próximos trimestres, lo que tenderá a limitar las alzas de un amplio conjunto

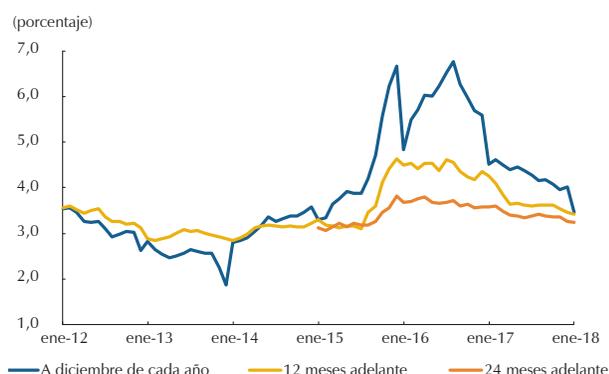
de precios, contrarrestando gran parte de las presiones alcistas arriba señaladas. Debido a ello, se prevén descensos en el ritmo de ajustes de varios componentes de las canastas de transables y no transables y de comidas fuera del hogar en la canasta de alimentos, entre otros.

Para 2018 y 2019 la senda de pronóstico tampoco anticipa presiones inflacionarias derivadas de la depreciación del peso colombiano frente al dólar y otras monedas. En ella se contempla una relativa estabilidad en esta variable, cerca de los niveles promedio observados en 2017. Esto debe facilitar la convergencia de la variación anual del IPC de transables hacia cifras más compatibles con el cumplimiento de la meta de inflación del 3,0%. Aun así, como ya se mencionó, la senda proyectada para el tipo de cambio no logra compensar plenamente el impacto alcista sobre la inflación, del aumento esperado en el precio del petróleo para 2018.

Cabe señalar que el pronóstico central del equipo técnico del Banco de la República continúa esperando una normalización gradual de la política monetaria en las economías avanzadas, según se explica en el capítulo I de este *Informe*. En este entorno, se supone que los capitales deberán seguir fluyendo al país sin cambios importantes en los costos de financiamiento relevantes, dando estabilidad al tipo de cambio.

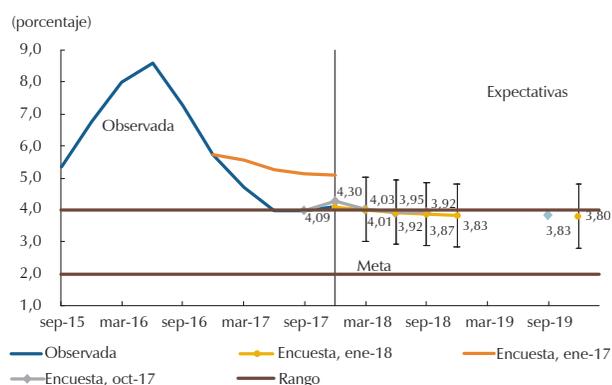
Para 2018 también se pronóstica que los precios de los alimentos sigan contribuyendo a reducir la inflación al consumidor. Esto teniendo en cuenta que se suponen condiciones climáticas favorables para este año. Si bien para comienzos de año se espera que continúe evolucionando el episodio climático de La Niña, con aumento de lluvias, este sería de carácter débil y de corta duración. De acuerdo con los informes más recientes de las principales agencias meteorológicas del mundo, se espera que este fenómeno climático se extienda hasta el primer trimestre de 2018. Episodios similares en el pasado no han repercutido adversamente en la productividad del sector agropecuario, por lo menos en lo que tiene que ver con los bienes que mayor ponderación tienen en la canasta del consumidor. No obstante, como se menciona más adelante, los bajos precios observados a lo largo del segundo se-

**Gráfico 34**  
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



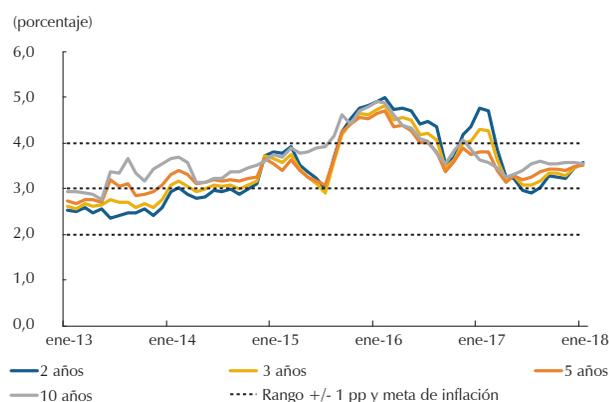
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 35**  
Encuesta trimestral: inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve, doce y veinticuatro meses) (inflación anual)



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

**Gráfico 36**  
Expectativas de inflación derivadas de los TES (a dos, tres, cinco y diez años) (promedio mensual)<sup>a/</sup>



a/ Metodología Nelson y Siegel.  
Fuentes: Banco de la República (*Encuesta trimestral de expectativas*).

mestre de 2017 generan riesgo al alza en 2018, porque pueden desestimular la producción.

De todas maneras, la convergencia de la inflación a su meta seguirá siendo muy gradual, dado que la persistencia de los mecanismos de indexación continuará desempeñando un papel importante en el proceso de formación de precios, y que las expectativas de inflación aun superan el 3,0%, todo lo cual mantiene la persistencia de la inflación en niveles relativamente altos frente a lo que se observó antes de 2015.

Así, en materia de expectativas de inflación, la senda central de pronóstico contempla niveles cercanos al 3,5% para finales de 2017, tal como lo sugieren las diferentes encuestas e indicadores disponibles. De esta manera, las expectativas de inflación se habrían reducido frente a lo observado en el primer semestre del año, pero se mantendrían relativamente estables en relación con lo presentado en el informe de septiembre y continúan por encima de la meta de largo plazo del 3,0% establecida por la JDBR.

La encuesta mensual realizada a operadores del mercado y analistas con información a comienzos de enero señalaba que la inflación esperada a diciembre de 2018 era de 3,47% y a un año después sería de 3,33%. En el informe de septiembre la inflación esperada a en el primer caso era de 3,58% (Gráfico 34).

Por su parte, la encuesta trimestral realizada a empresarios, analistas y sindicatos, efectuada también a comienzos de enero, mostró unas expectativas de inflación a doce meses de 3,83%, un poco menor a los resultados de la encuesta efectuada tres meses atrás (3,92%). Para un horizonte de veinticuatro meses el resultado en esta oportunidad fue de 3,83%, prácticamente igual al obtenido en el informe de septiembre (Gráfico 35).

Por otro lado, las expectativas derivadas de la curva de rendimientos de los TES de mediados de enero de 2018 aumentaron frente a lo obtenido a mediados de octubre, para diferentes horizontes. En la actualidad, según esta metodología, la inflación esperada a dos, tres y cinco años es de 3,57%, 3,56% y 3,53%, respectivamente. Hace tres meses dichos valores fueron en su orden 3,25%, 3,35% y 3,44% (Gráfico 36).

El descenso de la inflación anual al consumidor esperada para 2018 deberá concentrarse en el primer trimestre del año.

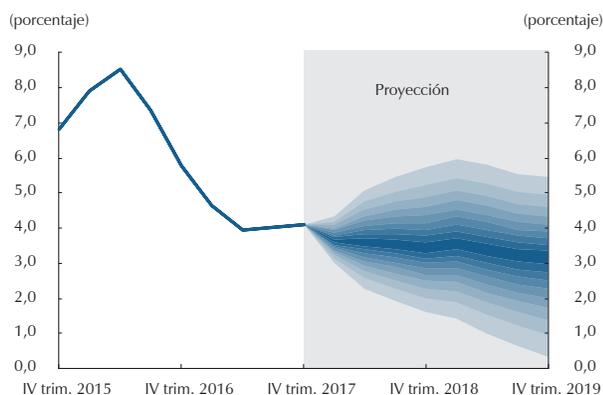
El descenso de la inflación anual al consumidor esperado para 2018 deberá concentrarse en el primer trimestre del año. Esto debido a que en tales meses se estaría diluyendo el choque alcista que golpeó el nivel de precios y la inflación anual en igual período del año pasado, como resultado del aumento de los impuestos indirectos asociados con la reforma tributaria que entró en vigencia en ese momento. Los mayores descensos deberán observarse en el IPC de transables.

En síntesis, en este *Informe* se sigue previendo la convergencia de la inflación a la meta de largo plazo en los próximos dos años, cerrando con una cifra alrededor del 3,5% a finales de 2018. No obstante, la velocidad de convergencia ahora es algo más lenta que lo contemplado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre. Las razones para ello y para el aumento de la senda de central de pronóstico tienen que ver con una revisión al alza en el precio del petróleo, el cual, sin embargo, sería transitorio. Esto impactaría sobre todo a los precios de los regulados. A ello se suma el hecho de que las expectativas y la persistencia de la inflación en Colombia seguirían siendo relativamente altas, algo a lo que no ayuda el aumento del salario mínimo decretado para 2018. Una mayor apreciación del tipo de cambio podría acelerar la convergencia, siempre y cuando el aumento del precio del petróleo tenga una naturaleza más permanente y este se transfiera moderadamente a los precios de los regulados y de las materias primas importadas.

## 2. Balance de riesgos

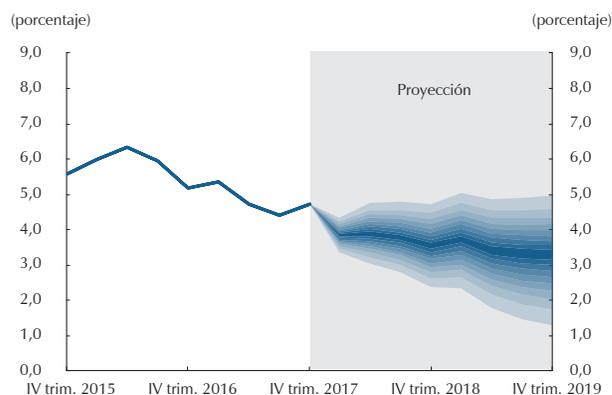
El balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos ni regulados se presenta en los *fan chart* de los gráficos 37 y 38. Para este *Informe* se estima un *fan chart* para la inflación total más equilibrado que el que se presentó en el informe de septiembre. El balance 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 37  
Fan chart de la inflación total



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38  
Fan chart de la inflación sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

*Un aumento prolongado del precio del petróleo que fortalezca el peso tendría efectos bajistas sobre la inflación en neto.*

Los principales riesgos a la baja son:

*Precio del petróleo por encima de lo proyectado en la senda central de pronóstico:* En las últimas semanas se ha observado un importante aumento en el precio internacional de petróleo a niveles cercanos a los USD 70 por barril, significativamente por encima del que se utiliza en la senda central de este *Informe* (USD 60 el barril de Brent), el cual supone que buena parte de esas alzas son transitorias. Sin embargo, no se descarta que los altos precios se sostengan por un tiempo más largo que el contemplado, teniendo en cuenta la disciplina que han mostrado los países de la OPEP en el cumplimiento de las cuotas de limitación de su oferta petrolera, a lo que se añaden algunas significativas reducciones en países del Medio Oriente debido a situaciones geopolíticas complejas. También, a pesar de que ha existido un aumento de la producción en los Estados Unidos, buena parte de esta ha sido absorbida por la demanda, en especial la propia. El resto de la demanda mundial, además, estaría mostrando mayores crecimientos, sobre todo en China y Europa. Un mayor precio puede afectar la inflación por diversos canales (entre ellos, al alza sobre los precios de los regulados); sin embargo, en este documento se considera que el impacto principal sería el de un mayor fortalecimiento del peso, dada la senda que para esta variable se considera en la proyección central. Esto podría permitir 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 contempla un crecimiento de la demanda interna (consumo más inversión) que se acelera en 2018 frente a 2017. Ello obedece, sobre todo, al impacto positivo rezagado que se espera tengan los alivios generados a las empresas por la reforma tributaria de 2017, lo cual debe impulsar la inversión, así como al importante aporte que tendrían las obras civiles. No obstante, los problemas de confianza que atraviesan proyectos como las concesiones 4G, la mayor incertidumbre por el ciclo político, los aun bajos niveles de confianza de los hogares y los recientes aumentos en las tasas de desempleo en el área urbana pueden castigar la inversión y el consumo más de lo previsto en este *Informe*. Estos riesgos, de materializarse, se podrían traducir en un menor crecimiento económico en 2018 que lo pronosticado, en una brecha del producto más negativa, con mayores excesos de capacidad productiva, lo cual generaría presiones bajistas sobre los precios.

El principal riesgo al alza considerado en este *Informe* es:

*No se descartan aumentos en los precios de los alimentos superiores a los contemplados en la senda central de pronóstico de este Informe.*

*Variaciones de los precios de los alimentos por encima de lo proyectado en la senda central de pronóstico:* luego de una corrección importante a la baja en los precios de los alimentos durante 2017, originada, en especial, por la recuperación de la oferta, a partir del segundo trimestre de 2018 se esperan algunas alzas, dado el ciclo usual de estos precios, resultado del efecto de telaraña que caracteriza su interacción con la oferta. Sin embargo, el ejercicio de pronóstico actual, que contempla una variación del IPC de alimentos inferior al 3,0% a lo largo de 2018, puede estar subestimando estos aumentos. Precios e inflación de alimentos más

*Al momento de producir este informe, no son claros los riesgos que pesan sobre el costo de financiamiento externo de Colombia.*

altos no solo castigarían el desempeño de la inflación total de manera directa, sino que también lo harían de manera indirecta y permanente, vía el impacto que tienen sobre las expectativas y la activación de mecanismos de indexación.

En momentos en que se producía este *Informe* no eran claros los riesgos que pesaban sobre el costo del financiamiento externo en Colombia, el cual dependerá de la evolución de la política monetaria en las economías avanzadas, y en particular de qué tan rápido la Fed de los Estados Unidos aumente su tasa de interés de política. El surgimiento de presiones inflacionarias en estos países es algo que no se puede descartar, dado el dinamismo que hoy exhiben sus economías, ante lo cual cabe esperar una normalización de la postura de política monetaria más rápida que la prevista en este Informe, lo que puede generar presiones sobre las monedas de las economías emergentes como Colombia, vía mayores costos de financiamiento, con el consiguiente impacto alcista sobre los precios al consumidor.

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% en 2018 es de 62,0% y esta se incrementa a 75,3% en 2019 (cuadros 8 y 9). El balance de riesgos para finales de 2018 varió frente al presentado en los dos informes anteriores, debido a que se materializaron ciertos riesgos al alza, ocasionando que el valor más probable del pronóstico de inflación (senda central) crezca un poco, como ya se mencionó. Vale la pena resaltar que la amplitud de la función de densidad de los pronósticos que se muestra en el Gráfico 39, 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. Al respecto, conviene señalar que a partir de 2018 se redujeron el número de reuniones ordinarias (de doce a ocho) en las que la JDBR discute y decide sobre la postura de la política monetaria, según se explica en el Recuadro 2 de este *Informe*.

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

Informe	Probabilidad
<i>Informe</i> de junio de 2017	44,65
<i>Informe</i> de septiembre de 2017	47,59
<i>Informe</i> de diciembre de 2017	53,27

Fuente: cálculos del Banco de la República.

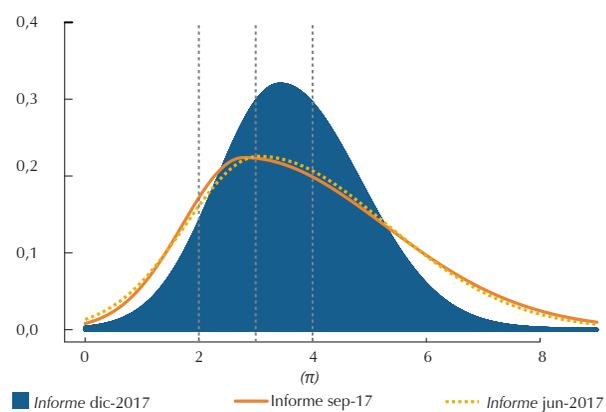
Cuadro 9  
Rangos de probabilidad del *fan chart* de la inflación total  
(porcentaje)

Rango	2018	2019
< 2,0	8,68	27,50
2,0 - 2,5	9,05	11,03
2,5 - 3,0	13,14	12,35
3,0 - 3,5	15,62	12,72
3,5 - 4,0	15,46	11,73
> 4,0	38,05	24,67
Entre 2 y 4	53,27	47,83

Fuente: cálculos del Banco de la República.

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

(función de densidad)



Fuente: Banco de la República.

## Recuadro 2

### REDUCCIÓN DE LA FRECUENCIA DE LAS REUNIONES DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), en su sesión del viernes 24 de noviembre de 2017, decidió que a partir de 2018, aunque seguirá reuniéndose doce veces al año, en solo ocho de esas reuniones tomará decisiones sobre el nivel de la tasa de interés de intervención.

Aquellas reuniones de decisión de política monetaria serán las correspondientes a los meses de enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y diciembre. Para su selección se tuvo en cuenta el calendario de publicación de las principales variables macroeconómicas del país.

Este cambio permite mejorar el análisis y el pronóstico de la economía que sirve de soporte en la toma de decisiones de política monetaria.

En un esquema de inflación objetivo, que es el usado para conducir la política monetaria en Colombia, el banco central ajusta su postura de política de acuerdo con el estudio del estado actual y de las perspectivas de la economía, y con la evaluación del pronóstico de la inflación frente a la meta, así como de la actividad económica frente a su capacidad potencial.

Las decisiones de política monetaria enfrentan un nivel alto de incertidumbre y requieren el análisis cuidadoso de las posibles tendencias que muestran los datos macroeconómicos. De igual forma, para la fortaleza del análisis es importante considerar diferentes visiones, además de la interacción y retroalimentación entre los miembros de la Junta y el equipo técnico. En este sentido, una decisión tomada con mayor disponibilidad de tiempo permite mejorar esta dinámica, dando mayor solidez al análisis que la soporta. Adicionalmente, la reducción de la frecuencia de las reuniones y, por tanto, de la periodicidad de la revisión del análisis y de la postura de política, resulta más acorde con aquella con la que se calculan algunas variables fundamentales para dicho análisis (v. g.: PIB, balanza de pagos).

Colombia no es el primer país que reduce la frecuencia de sus reuniones de política monetaria. Recientemente, en septiembre de 2017, el Banco Central de Chile también anunció algunas modificaciones en su esquema de reuniones de política a partir de 2018. Estos cambios incluyen una reducción del número de reuniones de doce a ocho por año.

La misma reducción fue implementada por el Banco de Inglaterra en 2015, con base en un análisis realizado durante 2014 y que incluyó, como uno de sus elementos esenciales, un reporte independiente realizado por Kevin Warsh, ex-miembro de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Warsh, 2014).

Warsh (2014) justifica esta modificación con base en los siguientes argumentos. Primero, un ciclo de reuniones con alta frecuencia consume gran parte del tiempo del equipo técnico y de los miembros de la Junta en el proceso de preparación de la reunión de política, dejando menos espacio para el análisis de más largo plazo, el cual es relevante para la solidez de las decisiones y su comunicación efectiva. Segundo, la incertidumbre a la que se enfrenta el proceso de toma de decisiones en política monetaria requiere observar movimientos persistentes en los datos sobre los que se hace seguimiento, más que cambios atribuibles a su volatilidad de corto plazo. Tercero, es innecesario tener, por un lado, a los mercados expectantes con alta frecuencia y, por otro lado, hacer que el comité que toma la decisión revise sus análisis (y políticas) mucho más a menudo de lo que se calculan algunas variables macroeconómicas relevantes para la misma.

En adición a lo mencionado, otras economías (Corea del Sur, Israel, Japón y la zona del euro) también han reducido recientemente su frecuencia de reuniones de política monetaria a ocho por año. Otros países (v. g.: Brasil, Canadá, los Estados Unidos, Islandia, México y la República Checa) tienen ocho reuniones desde hace varios años. El Cuadro R2.1 presenta el número de reuniones de política monetaria por año para el caso de 28 economías: en la mayoría sus bancos centrales siguen el esquema de inflación objetivo para la conducción de la política monetaria.

El cambio hecho por la JDBR tiene efectos solamente sobre la frecuencia de reuniones de política monetaria. Los demás temas de competencia de la Junta se seguirán considerando en todas las reuniones mensuales. Es importante resaltar que esto no modifica la potestad de la Junta de tomar decisiones de política en las otras cuatro reuniones ordinarias, o de convocar reuniones extraordinarias de política cuando, por razón de una situación excepcional, así lo considere necesario. Tampoco afecta los meses de publicación del *Informe sobre Inflación* realizado por el equipo técnico del Banco, el cual seguirá siendo publicado de forma trimestral en febrero, mayo, agosto y noviembre.

#### Referencias

- Banco Central de Chile (2017). "Cambios a procesos y comunicación de la política monetaria: algunas preguntas y respuestas" [en línea], consultado el 30 de noviembre de 2017, disponible en: [http://www.bcentral.cl/documents/20143/32019/ipom\\_sep2017\\_rec\\_cambios\\_procesos.pdf/777f060e-b9a1-c247-a592-556d5b8fc1b1](http://www.bcentral.cl/documents/20143/32019/ipom_sep2017_rec_cambios_procesos.pdf/777f060e-b9a1-c247-a592-556d5b8fc1b1)
- Warsh, K. (2014). "Transparency and the Bank of England's Monetary Policy Committee", Bank of England, diciembre.

Cuadro R2.1  
Frecuencia de reuniones de política monetaria de algunas economías

Banco central	Número de reuniones	Meses en los que se hacen las reuniones
Australia	11	Todos excepto enero
Brasil	8	Enero, marzo, abril, junio, julio, agosto, octubre y noviembre
Canadá	8	Enero, marzo, abril, mayo, julio, septiembre, octubre y diciembre
Chile	8	Enero, marzo, mayo, junio, agosto, septiembre, octubre y diciembre
Colombia	8	Enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y diciembre
Corea del Sur	8	Enero, febrero, abril, mayo, julio, agosto, octubre y noviembre
Estados Unidos	8	Enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, noviembre y diciembre
Filipinas	8	Febrero, marzo, mayo, junio, agosto, septiembre, noviembre y diciembre
Guatemala	8	Febrero, marzo, abril, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre
Hungría	12	Todos
Indonesia	12	Todos
Inglaterra	8	Febrero, marzo, mayo, junio, agosto, septiembre, noviembre y diciembre
Islandia	8	Febrero, marzo, mayo, junio, agosto, octubre, noviembre y diciembre
Israel	8	Enero, febrero, abril, mayo, julio, agosto, octubre y noviembre
Japón	8	Enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, noviembre y diciembre
México	8	Febrero, marzo, mayo, junio, agosto, septiembre, noviembre y diciembre
Noruega	8	Enero, marzo, mayo, junio, agosto, septiembre, octubre y diciembre
Nueva Zelanda	7	Febrero, marzo, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre
Perú	12	Todos
Polonia	12	Todos
República Checa	8	Febrero, marzo, mayo, junio, agosto, septiembre, noviembre y diciembre
Rumania	8	Enero, febrero, abril, mayo, julio, agosto, octubre y noviembre
Serbia	12	Todos
Sudáfrica	6	Enero, marzo, mayo, julio, septiembre y noviembre
Suecia	6	Febrero, abril, julio, septiembre, octubre y diciembre
Tailandia	8	Febrero, marzo, mayo, junio, agosto, septiembre, noviembre y diciembre
Turquía	8	Enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y diciembre
Zona del euro	8	Enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y diciembre

Fuente: Bancos centrales (encuesta electrónica).

# 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 hasta el 22 de enero de 2018.

### 1. 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%.

Cuadro A1  
Proyecciones para 2018

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
<b>Analistas locales</b>						
Alianza Valores <sup>a/</sup>	2,5	3,5	3.200	4,4	3,4	9,0
ANIF	2,3	3,3	n. d.	4,6	2,4	10,7
Banco de Bogotá <sup>a/</sup>	2,5	3,4	3.000	4,5	3,1	9,9
Bancolombia <sup>a/</sup>	2,5	3,5	2.995	4,9	3,3	10,2
BBVA Colombia <sup>a/</sup>	2,0	3,1	3.000	4,4	3,6	11,2
BTG Pactual	2,3	3,3	3.070	n. d.	3,1	9,6
Corficolombiana	2,6	3,3	2.900	4,5	3,2	10,5
Corredores Davivienda <sup>a/ c/</sup>	2,3	3,8	3.065	4,5	3,3	10,8
Credicorp Capital <sup>d/</sup>	2,3	2,9	2.900	4,2	2,5	10,8
Davivienda <sup>a/</sup>	2,3	3,8	3.065	4,5	3,3	10,8
Fedesarrollo <sup>a/</sup>	2,4	3,5	n. d.	n. d.	3,4	n. d.
Itaú <sup>a/, b/</sup>	2,5	3,4	3.050	4,0	3,2	10,8
Ultraserfinco <sup>e/</sup>	2,5	3,5	2.890	4,4	3,2	9,7
Promedio	2,4	3,4	3.012	4,4	3,1	10,3
<b>Analistas externos</b>						
Citibank Colombia	2,5	3,1	3.025	4,5	3,3	10,4
Deutsche Bank	2,6	3,0	n. d.	n. d.	3,3	9,8
Goldman Sachs	2,5	3,1	3.000	n. d.	3,2	n. d.
JP Morgan	3,0	3,9	3.150	n. d.	3,1	n. d.
Promedio	2,7	3,3	3.058	4,5	3,2	10,1

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antigua Corpbanca, hasta junio de 2017.

c/ Antigua Corredores Asociados.

d/ Antigua Correval.

e/ Antigua Ultrabursátiles.

n. d.: no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2  
Proyecciones para 2019

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
<b>Analistas locales</b>			
Alianza Valores	2,7	3,4	3.300
ANIF	3,0	3,5	n. d.
Banco de Bogotá	3,0	3,0	3.030
Bancolombia	3,2	3,9	3.000
BBVA Colombia	3,0	2,8	2.953
BGT Pactual	2,7	3,2	3.100
Corficolombiana	3,3	3,5	2.900
Corredores Davivienda <sup>b/</sup>	3,1	n.d	n. d.
Credicorp Capital <sup>c/</sup>	2,8	3,3	2.800
Davivienda	3,1	n.d	n. d.
Fedesarrollo	2,8	3,0	n. d.
Itaú <sup>a/</sup>	3,2	3,0	3.070
Ultraserfinco <sup>d/</sup>	2,8	3,2	2.900
<b>Promedio</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3.006</b>
<b>Analistas externos</b>			
Citibank-Colombia	3,1	3,0	2.893
Deutsche Bank	3,0	3,4	n. d.
Goldman Sachs	3,3	3,0	3.000
JP Morgan	3,2	3,5	n. d.
<b>Promedio</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2947</b>

a/ Antigua Corpbanca, hasta junio de 2017.

b/ Antigua Corredores Asociados.

c/ Antigua Correval.

d/ Antigua Ultrabursátiles.

n. d.: no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a los precios, los analistas locales estiman una inflación del 3,4% y 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 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 de COP3.012 frente a los COP3.030 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP3.058 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,4%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,3%.

## 2. Proyecciones para 2019

Para 2019 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 3,0% y los extranjeros uno de 3,2%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y los extranjeros la proyectan en 3,3% y 3,2%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP3.006 y las externas de COP2.947.