



# VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de  
la Junta Directiva  
del Banco de la República

**Informe de política monetaria**



# VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de  
la Junta Directiva  
del Banco de la República

## **Informe de política monetaria**

Subgerencia de Estudios Económicos

DICIEMBRE DE 2017

## **I. Contexto externo y balanza de pagos**

1. La información disponible nuevamente apunta a que la recuperación de la economía global ha sido más fuerte que la esperada. Este fenómeno se ha observado tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. En estas últimas la mejoría sigue estando fundamentada en el mejor comportamiento de China y en mejores precios de los bienes básicos.
2. 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%, en línea con el escenario alto de pronóstico de crecimiento de los socios comerciales.
3. La inflación en los EEUU registró en diciembre 2,1% anual y las diferentes medidas de inflación básica continuaron por debajo de 2%, incluido la del deflactor implícito del consumo (1,5% anual en noviembre).
4. En la zona del euro (ZE), el crecimiento del tercer trimestre se aceleró y fue de 2,8% anual. Esto estaría soportado tanto en la demanda interna como en las exportaciones.
5. La inflación de la ZE continúa muy por debajo del 2% y en diciembre se situó en 1,4% anual. Esta situación es aún más marcada en la inflación básica, la cual se mantuvo en 0,9% anual en este mes.
6. El crecimiento de la economía china ha sido mejor que el esperado en el informe anterior. Durante todo 2017 esta creció a una tasa anual de 6,9%, cifra muy superior a la meta de crecimiento (6,5%). Durante el cuarto trimestre la expansión anual de esta economía fue de 6,8%.
7. En América Latina, la información del crecimiento del PIB para el tercer trimestre sigue presentando una recuperación en las economías monitoreadas por el equipo técnico. La única excepción es México, en donde el crecimiento del tercer trimestre se vio afectado en forma importante por choques de oferta (huracanes y el terremoto).
8. La inflación a diciembre en América Latina se mantuvo estable, excepto por Perú.
9. Los términos de intercambio de Colombia a octubre continúan recuperándose, lo que se explica principalmente por los mayores precios del petróleo. La cotización de este producto estaría respondiendo a una mayor demanda global y a una producción que creció menos que lo esperado anteriormente. Adicionalmente, el cumplimiento de los acuerdos de la OPEP también habría impulsado los precios al alza.

### **Exportaciones**

10. En noviembre, el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 6,7%, explicado por aumentos en bienes de origen minero y en el resto de exportaciones. Estos fueron parcialmente contrarrestados por la contracción de los bienes de origen agrícola (Cuadro 1). Se destaca la contribución del carbón con incrementos importantes tanto en el precio como en las cantidades exportadas.
11. Las ventas externas del grupo Resto de exportaciones<sup>1</sup> siguen exhibiendo buenos niveles, presentando una variación anual de 10,4% en noviembre. Los alimentos, bebidas y tabaco sin café presentaron nuevamente el mayor crecimiento del grupo.
12. Por su parte, el grupo agrícola se contrajo en cabeza del banano y el café. En ambos casos, la caída se debe tanto a una disminución de los precios como de las cantidades exportadas.

**Cuadro 1. Comportamiento de las exportaciones en dólares**

EXPORTACIONES				
Noviembre de 2017				
	Variación anual [contribución]	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la var. anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual del total
<b>Total exportaciones</b>	6,7%			
<b>Bienes de origen agrícola</b>	-12,2% [-1,8]	Banano	-42,3%	-1,4
		Café	-10,1%	-0,8
<b>Bienes de origen minero</b>	9,6% [5,4]	Carbón	56,7%	6,9
		Petróleo crudo	4,8%	1,4
<b>Resto de exportaciones*</b>	10,4% [3,1]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	23,7%	1,2
		Productos químicos	13,4%	1,1
Acumulado Enero-Noviembre de 2017				
<b>Total exportaciones</b>	19,6%			
<b>Bienes de origen agrícola</b>	11,1% [1,6]	Café	16,2%	1,1
		Flores	7,3%	0,3
<b>Bienes de origen minero</b>	29,4% [15,9]	Carbón	54,1%	7,7
		Petróleo crudo	24,2%	6,7
<b>Resto de exportaciones</b>	6,6% [2,1]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	18,3%	1,1
		Minerales no metálicos y metales básicos	23,1%	0,5

13. La variación año corrido muestra una expansión de las exportaciones de 19,6%, explicada por el crecimiento de las ventas externas de los tres grupos de bienes, en particular en bienes de origen minero que aportan 15,9 puntos porcentuales de la variación total.
14. El grupo resto de exportaciones continuó acelerándose registrando una variación anual año corrido de 6,6%.

<sup>1</sup> Excluye petróleo y sus derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano y flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. Las exportaciones de manufacturas representaron en octubre el 96,6% de este grupo.

15. Para el acumulado del año, el valor de las exportaciones crece como consecuencia de mejoras en los precios, con un aumento anual de 19,2%, mientras que el índice de cantidades se contrae 0,5%.
16. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en diciembre las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un incremento anual de 7,9%.

## Importaciones

17. En noviembre el valor en dólares de las importaciones CIF mostró una caída anual de 4,3%, explicado por una disminución en las compras externas de los tres grupos de bienes. La caída más importante se registró en los bienes de capital, donde el rubro de equipo rodante de transporte se contrajo 77,7% y explicó 5,1 puntos porcentuales de la contracción anual.
18. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo disminuyeron, lideradas por los bienes de consumo duradero, en particular vehículos de transporte que disminuyó 31,2%.

**Cuadro 2.** Comportamiento de las importaciones en dólares

IMPORTACIONES				
Noviembre de 2017				
	Variación anual [contribución]	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la var. anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual del total
<b>Total importaciones</b>	-4,3%			
<b>Bienes de capital</b>	-8,0% [-2,6]	Equipo rodante de transporte	-77,7%	-5,1
		Otro equipo fijo (para la industria)	15,6%	1,0
<b>Materias primas</b>	-0,3% [-0,1]	Combustibles	-21,3%	-1,7
		Productos agropecuarios no alimenticios (inclu)	-4,7%	-0,2
<b>Bienes de consumo</b>	-6,0% [-1,5]	<b>Bienes de consumo no duradero</b>	<b>3,0%</b>	<b>0,4</b>
		Vestuario y otras confecciones textiles	19,6%	0,3
		<b>Bienes de consumo duradero</b>	<b>-15,9%</b>	<b>-1,9</b>
		Vehículos de transporte particular	-31,2%	-2,2
Acumulado Enero-Noviembre de 2017				
<b>Total importaciones</b>	3,9%			
<b>Bienes de capital</b>	6,5% [2,0]	Otro equipo fijo (para la industria)	14,2%	0,8
		Equipo rodante de transporte	10,2%	0,4
<b>Materias primas</b>	3,7% [1,7]	Productos mineros	9,7%	0,8
		Productos químicos y farmacéuticos	4,2%	0,6
<b>Bienes de consumo</b>	1,1% [0,3]	<b>Bienes de consumo no duradero</b>	<b>1,6%</b>	<b>0,2</b>
		Vestuario y otras confecciones textiles	18,0%	0,2
		Productos alimenticios	-3,9%	-0,2
		<b>Bienes de consumo duradero</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,1</b>
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	8,2%	0,2
Vehículos de transporte particular	-3,8%	-0,2		

19. En lo corrido del año las importaciones totales han crecido 3,9% anual, con incrementos en los tres grupos de bienes, en especial los bienes de capital.
20. De acuerdo al avance de comercio exterior de la DIAN, en diciembre las importaciones CIF registraron una caída anual de 9%.

## **Balanza Comercial de bienes**

21. La balanza comercial en el acumulado del año cierra en noviembre con un déficit de 6.692 millones de dólares FOB. Esto significa una reducción del déficit en 37,5% con respecto al mismo periodo del año anterior, debido a un crecimiento mayor de las exportaciones (16,4%) que de las importaciones (3,8%).

## **II. Proyecciones de variables externas**

### **a. Escenarios de crecimiento externo**

#### **Escenario central o más probable (Cuadro 3)**

22. En este informe se revisó levemente al alza el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales del país (2,5%), frente a lo presentado en el Informe trimestral de septiembre (2,0%). La demanda interna continuaría siendo el motor de crecimiento en las economías avanzadas. Las economías emergentes muestran señales de recuperación, soportada por la mayor demanda de las avanzadas y por mejores términos de intercambio. Así, se proyecta una aceleración del crecimiento de los socios comerciales en 2018, frente a lo observado en 2017.
23. El crecimiento de los Estados Unidos en 2017 fue ligeramente mayor al esperado, debido a que el efecto negativo esperado de los eventos climáticos no se observó en los datos del tercer trimestre.
24. Para 2018 el pronóstico de crecimiento para este país también se revisó al alza, debido a la expectativa de que la reciente reforma tributaria represente un impulso a la inversión. El consumo continuaría estimulando la economía, soportado por las mejoras del mercado laboral.
25. En este escenario central, se esperan tres incrementos de la tasa de interés de política de la Reserva Federal (Fed) a lo largo de 2018. Esto implica una senda mayor que la pronosticada en el Informe anterior. Así, a finales de 2018, su límite superior se ubicaría en 2,25%. A lo anterior se sumaría el programa de reducción en la hoja de balance, que se continuaría cumpliendo de acuerdo con lo anunciado.

26. El crecimiento de la zona del euro (ZE) también se revisó al alza para 2017 y 2018. Esto refleja el mejor desempeño de los datos recientes frente a lo estimado en el Informe anterior.
27. La política monetaria por parte del Banco Central Europeo continuaría siendo expansiva, aunque menos que lo contemplado previamente, dados los anuncios recientes de reducción en el programa de compra de activos. Se espera que la inflación continúe en niveles bajos.
28. En cuanto a China, se revisó ligeramente al alza el crecimiento para 2018, considerando que la desaceleración se ha dado a un ritmo menor al esperado en informes anteriores.
29. 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. En contraste, se redujo para Perú y Venezuela.
30. En cuanto al 2018, se revisaron al alza los crecimientos de Brasil y Ecuador, se mantuvo el de Chile y se redujeron los de Perú, México y Venezuela.
31. En lo referente al petróleo, en este informe se elevó el pronóstico de su cotización en 2018 a 60 dólares por barril (promedio) frente al supuesto de 53 dólares por barril del informe de septiembre. Esto debido a que se espera una mayor demanda mundial de crudo y a que la oferta deberá estar limitada por los acuerdos de la OPEP. No obstante, el pronóstico para el promedio del año supone que el precio disminuye durante la segunda mitad de 2018 desde los altos niveles alcanzados en las últimas semanas (cerca de los 70 dólares por barril). Esto último debido a que:
  - Los altos precios observados en los últimos meses provocarían un incremento de la producción, en particular en los Estados Unidos, que se concentraría en el segundo semestre.
  - Se espera una erosión gradual de los acuerdos de la OPEP.
32. En esta ocasión, el balance de riesgos sobre el crecimiento mundial estaría equilibrado. Entre los riesgos a la baja se pueden citar una posible corrección a la baja de los mercados financieros, los altos niveles de endeudamiento a nivel global y la posible implementación de políticas en Estados Unidos que afecten la economía global. Dentro de los riesgos al alza, se encuentra una recuperación cíclica más fuerte que la presentada en épocas anteriores.

**Cuadro 3.** Escenarios de crecimiento para los principales socios comerciales

País o región	2017			2018		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	2,1	2,2	2,3	1,6	2,6	3,4
	1,9	2,1	2,3	1,2	2,2	3,2
Zona Euro	2,1	2,3	2,5	1,5	2,3	2,9

	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>
<b>China</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</b>	<b>5,5</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>
	<b>6,6</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</b>	<b>5,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,8</b>
<b>Brasil</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>
	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>
<b>Ecuador</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>0,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>
	<b>0,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>
<b>Venezuela</b>	<b>-12,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-8,0</b>	<b>-8,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-2,0</b>
	<b>-10,0</b>	<b>-8,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Perú</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>
	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>5,0</b>
<b>México</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>3,0</b>
	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>
<b>Chile</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>
	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>
<b>Socios</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>
<b>Comerciales</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>
<b>Socios</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>
<b>Comerciales</b>						
<b>(sin</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Venezuela)</b>						

**En negro el pronóstico actual**

**En rojo el pronóstico del informe trimestral anterior**

## **b. Proyección de la balanza de pagos**

33. Con los resultados a septiembre de 2017, la información disponible para lo corrido del cuarto trimestre y el escenario de contexto externo presentado en la sección anterior, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2017 es de 3,5% del PIB (USD 10.901 m) en el escenario central, entre un rango entre 3,3% y 3,7%.
34. Con respecto a la proyección presentada un trimestre atrás, el déficit corriente para 2017 se redujo en dólares y como proporción del PIB. Esto como resultado del mayor dinamismo de las exportaciones de carbón y petróleo, así como de la contracción esperada en las importaciones en el último trimestre del año. Lo anterior implicó una reducción del déficit comercial mayor a la prevista en el Informe anterior. Esto compensó la revisión al alza del déficit de servicios y renta factorial. También se revisó al alza el supuesto de ingresos por remesas.



35. El déficit en cuenta corriente estimado para 2017 es menor al observado en 2016 cuando se ubicó en 4,4% del PIB (USD 12.393 m). Dicha corrección se explica, en su mayoría, por el menor déficit comercial de bienes (Cuadro 4a), resultado principalmente de la mejora prevista en los términos de intercambio. Adicional a esto, los mayores ingresos por transferencias corrientes contribuirían positivamente al cierre del desbalance externo. Por el contrario, se espera una ampliación del déficit de servicios no factoriales y de la renta factorial, este último debido en buena parte a la mejora de los precios de exportación.
36. Así, el ajuste adicional de la cuenta corriente para 2017 habría sido explicado no por una disminución de los egresos, como sucedió en 2016, sino por el incremento de los ingresos, principalmente por exportaciones de bienes.
37. En particular, para estas se estima un crecimiento anual de 15,1% en el escenario central, en especial por incrementos en los precios internacionales de los principales productos. Para el resto de bienes (distintos a mineros y principales agrícolas) se espera un crecimiento anual de 5,7% que contrasta con la caída observada en 2016 (-8,4%). En cuanto a las importaciones en dólares, se prevé un aumento anual de 2,4%, impulsado por el dinamismo observado en la primera mitad del año.
38. Adicionalmente, se espera que el comercio de servicios alcance en 2017 un déficit 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 se contemplan, aunque en menor medida, 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 al turismo y a otros servicios empresariales (servicios de asesoría y consultoría y *call centers*).
39. Por renta de factores se estima un incremento de los egresos netos frente a lo observado en 2016, asociado al aumento de las utilidades de las empresas del sector minero-energético, y a los mayores pagos de intereses por concepto de préstamos y títulos de deuda.

#### **Cuadro 4.** Proyección de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2016	2017	Variación
		Central	
<b>CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)</b>	<b>-12.393</b>	<b>-10.901</b>	<b>1.492</b>
<i>Porcentaje de PIB</i>	<b>-4,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,9</b>
<b>A. Bienes</b>	<b>-9.855</b>	<b>-5.858</b>	<b>3.997</b>
a. Exportaciones	33.384	38.414	5.030
Principales	22.498	26.355	3.857
Resto de exportaciones	10.886	12.059	1.173
b. Importaciones	43.239	44.272	1.033
<b>B. Servicios no factoriales</b>	<b>-3.244</b>	<b>-4.117</b>	<b>-873</b>
a. Exportaciones	7.891	8.432	541
b. Importaciones	11.135	12.549	1.414
<b>C. Renta de los Factores</b>	<b>-5.118</b>	<b>-7.562</b>	<b>-2.445</b>
<b>D. Transferencias corrientes</b>	<b>5.823</b>	<b>6.636</b>	<b>813</b>

Mem otem :

Neto sector minero y petrolero (a-b) *	14.858	17.029	2.171
a. Exportaciones	15.388	19.857	4.469
b. Utilidades renta de factores	530	2.828	2.298

\* Incluye petróleo y sus derivados, carbón y ferrometálicos.

40. En cuanto a los flujos de capital, para 2017 se estima que los recursos por inversión directa han sido la principal fuente de financiamiento, seguido de la inversión de cartera. Por préstamos y otros créditos externos se registrarían amortizaciones netas (**Cuadro 5**).
41. Los flujos por inversión extranjera directa en Colombia (IED) registrarían una caída anual de 4%, producto del efecto base de los recursos de la venta de Isagén en 2016. Los flujos estimados de IED son similares a los previstos un trimestre atrás, cuando ya se contemplaban los recursos recibidos por empresas del sector de comunicaciones. También se estiman mayores flujos al sector minero-energético dado el favorable comportamiento de los precios internacionales.
42. Adicional a esto, se observaron entradas netas de capital por inversiones de cartera, en gran parte asociadas con la compra de TES por parte de extranjeros y, en menor medida, con la colocación de bonos a cargo del Gobierno en los mercados externos.
43. En contraste con lo anterior, por concepto de préstamos y otros créditos externos, el país habría registrado salidas netas de capital debido al prepago de créditos, lo que más que compensaría la contratación de deuda con organismos multilaterales.

### **Cuadro 5.** Proyección de la Cuenta Financiera de la Balanza de Pagos

	2016	2017	Variación
		Central	
<b>Cuenta Financiera (A + B + C + D)</b>	<b>-12.584</b>	<b>-10.182</b>	<b>2.402</b>
<i>Porcentaje del PIB</i>	<i>-4,5%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>1,2%</i>
<b>A. Inversión directa (ii-i)</b>	<b>-9.225</b>	<b>-9.442</b>	<b>-216</b>
i. Extranjera en Colombia (IED)	13.743	13.189	-553
ii. Colombiana en el exterior	4.517	3.748	-770
<b>B. Inversión de Cartera</b>	<b>-3.718</b>	<b>-2.106</b>	<b>1.612</b>
<b>C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)</b>	<b>194</b>	<b>837</b>	<b>643</b>
<b>D. Activos de reserva</b>	<b>165</b>	<b>529</b>	<b>363</b>
<b>Errores y omisiones (E Y O)</b>	<b>-191</b>	<b>719</b>	

44. Para 2018 se proyecta un déficit en cuenta corriente alrededor de 3,3% como proporción del PIB, con lo que se daría un ajuste adicional al desbalance externo. Se prevé una reducción del déficit comercial de bienes, debido al crecimiento esperado de las exportaciones, especialmente de petróleo y sus derivados y productos industriales, en un contexto de mayores precios y mejor crecimiento de los principales socios comerciales. Para las importaciones se prevé un crecimiento moderado pero mayor al observado en 2017, en línea con la recuperación de la actividad económica para 2018.
45. El déficit de servicios se estima para 2018 en niveles superiores a los del año anterior. Por el lado de egresos, estos aumentarían resultado del mayor gasto por viajes de colombianos en el exterior (debido al mayor crecimiento de la economía), del incremento de los egresos por fletes y del crecimiento de los servicios técnicos petroleros dado el mayor precio internacional del petróleo. En tanto, los ingresos crecerían principalmente por los mayores ingresos de turismo, favorecidos por la mejora del crecimiento mundial.
46. Por concepto de renta factorial, se esperan mayores egresos netos en comparación con 2017, debido principalmente al incremento de las utilidades de las empresas extranjeras del sector petrolero y a los mayores pagos por intereses de la deuda externa. También se prevé una mejora de las utilidades de las empresas que operan en sectores diferentes del minero-energético, coherente con el mayor crecimiento esperado de la economía.
47. Un factor adicional que contribuiría al menor déficit corriente de 2018 será el incremento de los ingresos por transferencias corrientes, resultado del mayor crecimiento esperado de los países donde se originan las remesas, en especial los EEUU y algunos países latinoamericanos.
48. En términos del financiamiento de la cuenta corriente, para 2018 se prevé que la inversión directa continúe siendo el principal rubro de entradas de capital extranjero. Adicionalmente, se espera una mayor contratación de préstamos (desembolsos netos), en contraste con las amortizaciones netas en 2017. En relación con las inversiones de cartera, el escenario central para 2018 supone una

menor colocación de bonos por parte del Gobierno y un menor dinamismo en la compra de TES por parte de extranjeros.

49. El rango de pronóstico para el déficit en cuenta corriente de 2018 estaría entre 2,8% y 3,8% del PIB, determinado por los riesgos que existen sobre el costo y la disponibilidad de financiamiento externo, así como del crecimiento mundial y de los términos de intercambio.

### **III. Crecimiento, demanda interna y crédito**

50. La información disponible de actividad real sugiere que durante el cuarto trimestre de 2017 el crecimiento anual del PIB se habría reducido levemente frente al trimestre anterior. Esto habría obedecido, en gran medida, a una mayor base de comparación en igual período de 2016 y al efecto adverso del paro de transporte aéreo. Esta proyección confirma que el ajuste macroeconómico habría tocado fondo durante la primera parte del año, cuando la economía colombiana creció 1,2%, pero que la recuperación de la dinámica del producto hacia su senda de crecimiento potencial sería lenta.
51. En efecto, lo observado para la serie desestacionalizada del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE confirma lo anterior. Este indicador se expandió 1,6% anual en noviembre, similar a lo registrado en octubre (1,5%) y durante el tercer trimestre (1,6%).
52. Las proyecciones del equipo técnico para el cuarto trimestre suponen que la demanda interna se habría desacelerado un poco, tanto por la inversión como por el consumo. En el primer caso, los componentes de construcción de edificaciones y de equipo de transporte habrían registrado un desempeño mediocre que no habría sido compensado por las expansiones de maquinaria y de obras civiles. En el segundo, el consumo privado habría mostrado un crecimiento menor, en particular por los renglones durable y semidurable. El consumo público también habría mostrado desaceleraciones, aunque de menor magnitud. Por su parte, las exportaciones netas habrían contribuido positivamente al PIB.
53. Los indicadores coyunturales apoyan este escenario. De acuerdo con la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas minoristas (sin combustibles) de noviembre cayeron 1,9% anual. El agregado del bimestre octubre-noviembre cayó 1,3% anual, lo que contrastó con el 1,2% del tercer trimestre.
54. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 1,4% frente a noviembre de 2016. No obstante, para el bimestre se registró una caída de 0,04% anual (vs. +1,4% para el agregado del tercer trimestre).
55. Por su parte, en noviembre las ventas de vehículos cayeron 17,1% anual. Este resultado obedeció, en gran medida, a la alta base de comparación en el mismo

mes del año pasado. El agregado del bimestre se contrajo 8,0% anual (vs. -0,02% del tercer trimestre).

56. Si bien el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de diciembre mejoró en el margen con respecto a los niveles de meses anteriores, su nivel continúa por debajo del promedio calculado desde noviembre de 2001. Con el dato de este mes, el promedio de para el cuarto trimestre fue algo mayor que el del inmediatamente anterior.
57. Con cifras a noviembre, la serie desestacionalizada del balance de ventas de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República sugiere un comportamiento del consumo privado poco dinámico en dicho mes.
58. Respecto al mercado laboral, las series desestacionalizadas con corte a noviembre muestran aumentos en la tasa de desempleo (TD) nacional y de trece áreas. Ello es consistente con la dinámica del empleo, que permaneció estancado a nivel nacional disminuyó anualmente en las trece áreas. Los pronósticos de la TD urbana la ubican por encima de las estimaciones de la NAIRU para 2018, lo cual sería compatible con bajas presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral para estos años.
59. Los últimos datos en materia de salarios muestran que los ajustes salariales del comercio y la industria (con cifras a noviembre) se mantuvieron en tasas superiores a la meta de inflación. Algo similar ocurrió en la construcción con cifras a diciembre.
60. Los indicadores de Formación Bruta de Capital sugieren que la inversión distinta de construcción y de obras civiles habría crecido a un menor ritmo que el observado durante el tercer trimestre. Lo anterior se deduce del comportamiento de las importaciones de bienes de capital (en pesos constantes) a diciembre. El balance de expectativas de inversión de la EMEE de noviembre tampoco sugiere mayor dinamismo para este renglón del PIB durante el cuarto trimestre de 2017.
61. En materia de comercio exterior, al pasar a pesos reales las cifras en dólares publicadas por el DANE y consignadas en los boletines de la DIAN, se prevé 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, su mal desempeño habría obedecido a la contracción de la compra de bienes de capital (equipo de transporte) y de consumo durable, principalmente.
62. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles también apuntan a una leve reducción en el ritmo de crecimiento anual durante el cuarto trimestre de 2017.
63. Con información a noviembre, la producción industrial total (IPI) creció anualmente 0,3%, cifra inferior a la esperada por el equipo técnico del Banco. Al excluir refinación, las manufacturas restantes mostraron una contracción anual de 0,3%. En lo corrido del año, la industrial total cae 0,7%, mientras que la industria

sin refinación de petróleo cae 1,9%. Los componentes tendenciales de la industria total y sin refinación muestran una pendiente descendente.

64. Aunque la confianza industrial mejoró en noviembre frente al mes anterior, las expectativas a tres meses continúan señalando un débil comportamiento sectorial. En línea con ello, para diciembre, la demanda de energía para la industria reportó una contracción de 3,0% de acuerdo con la última publicación de XM (ISA).
65. -En cuanto a la actividad agropecuaria, el sacrificio de ganado mostró una contracción de 1,3% anual con información a noviembre. El bimestre octubre-noviembre cayó a un menor ritmo que lo observado durante el tercer trimestre (-2,2% vs -3,2%). Por otro lado, en diciembre la producción de café se situó en 1.550.000 sacos de 60 kg, lo que implicó una expansión de 17,5%. No obstante, esto no compensó el deterioro observado de los dos meses anteriores por lo que en términos trimestrales se observó una contracción en el cuarto trimestre (-8,9%). Al cierre del año, la producción fue de 14.194.000 sacos, lo que representa una disminución anual de 0,3%.
66. En la construcción, la producción y los despachos de cemento crecieron en noviembre 2,0% y 0,3%, respectivamente. En contraste, las licencias de construcción mostraron una contracción de 8,0%, explicado principalmente por la caída de las destinadas a vivienda (-14,1%).
67. Respecto a la minería, en diciembre la producción de petróleo se situó en 870 mil barriles diarios (mbd), lo que representó una expansión anual de 4,0%. Con ello, el cuarto trimestre mostró un crecimiento de 1,9%. Para el año completo, la producción de petróleo cayó 3,7% con un nivel cercano a 853 mbd en promedio.
68. Con base en todo lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República proyecta que el crecimiento anual del PIB del cuarto trimestre de 2017 se situaría entre 1,3% y 2,3%, con 1,8% como cifra más probable. Teniendo en cuenta esto, en este informe se mantuvo la proyección de crecimiento del PIB de 2017 en 1,6%, pero se redujo un poco el rango de pronóstico (pasó de entre 1,3% y 1,9%, a entre 1,4% y 1,8%).
69. Respecto a las proyecciones de crecimiento del PIB de 2018, el pronóstico del equipo técnico del Banco de la República es de 2,7% como cifra más probable, contenido entre 1,7% y 3,7%.

#### **IV. Comportamiento de la inflación y precios**

70. La inflación anual en el 2017 se situó en 4,09%, superando la meta de inflación. No obstante, el resultado de diciembre fue inferior al del mes anterior, interrumpiendo una tendencia alcista que acumulaba cuatro meses (**Cuadro 8**).

71. La variación mensual en diciembre fue de 0,38%, registro inferior a la observada en diciembre de 2016 (0,42%), pero superior al pronóstico del mercado (0,31%) y a la esperada por el equipo técnico del Banco.
72. La caída de la inflación anual entre noviembre (4,12%) y diciembre (4,09%) se explica exclusivamente por la reducción de los alimentos. En contraste, la variación anual del IPC sin alimentos aumentó, con alzas en sus tres principales componentes (transables, no transables y regulados).
73. La inflación básica (4,66%), medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, aumentó 12 pb por segundo mes consecutivo, lo que contrasta con los descensos ininterrumpidos que se presentaron entre agosto de 2016 y octubre de 2017 (**Cuadro 8**).
74. Tres de los cuatro indicadores de inflación básica se incrementaron en diciembre: el IPC núcleo 20 (de 4,69% a 4,87%), el IPC sin alimentos ni regulados (de 4,57% a 4,76%) y el IPC sin alimentos (de 4,80% a 5,01%). Tan solo el IPC sin alimentos primarios, combustibles y Ss. Ps., disminuyó de 4,09% en noviembre a 4,02% en diciembre.

### Cuadro 8

#### Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A diciembre 2017

Descripción	Ponderación	dic-16	sep-17	oct-17	nov-17	dic-17	Participación en porcentaje en la desaceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración del año corrido
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>5.75</b>	<b>3.97</b>	<b>4.05</b>	<b>4.12</b>	<b>4.09</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>71.79</b>	<b>5.14</b>	<b>4.71</b>	<b>4.70</b>	<b>4.80</b>	<b>5.01</b>	<b>-429.44</b>	<b>6.79</b>
Transables	26.00	5.31	3.41	3.38	3.64	3.79	100.05	21.72
No transables	30.52	4.85	5.71	5.23	5.27	5.49	-196.79	-11.12
Regulados	15.26	5.44	5.68	5.61	5.58	5.86	-132.59	-3.81
<b>Alimentos</b>	<b>28.21</b>	<b>7.22</b>	<b>2.22</b>	<b>2.51</b>	<b>2.52</b>	<b>1.92</b>	<b>529.44</b>	<b>93.21</b>
Perecederos	3.88	6.63	0.32	3.20	5.89	5.84	11.26	34.31
Procesados	16.26	10.74	0.84	0.52	-0.15	-0.91	379.29	110.65
CFH	8.07	8.54	6.01	5.78	5.75	5.21	138.88	16.87
<b>Indicadores de inflación básica</b>								
Sin Alimentos		5.14	4.71	4.70	4.80	5.01		
Núcleo 20		6.18	4.87	4.73	4.69	4.87		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		6.03	4.31	4.13	4.09	4.02		
Inflación sin alimentos ni regulados		5.05	4.44	4.44	4.57	4.76		
<b>Promedio Indicadores Inflación básica</b>		<b>5.60</b>	<b>4.58</b>	<b>4.50</b>	<b>4.54</b>	<b>4.66</b>		

Fuente: DANF, Cálculos Banco de la República

75. Al analizar el IPC sin alimentos, se encuentra que todas las sub-canastas impulsaron la inflación anual al alza en diciembre. Los transables sin alimentos ni regulados aumentaron de 3,64% en noviembre a 3,79% en diciembre, siendo este su segundo mes de incremento consecutivo. La variación anual de este grupo venía disminuyendo desde marzo pasado, en línea con la debilidad de la demanda, con las pocas presiones sobre el tipo de cambio, y una vez se traspasó el aumento del IVA y de otros impuestos indirectos a dichos precios. En el último mes, el crecimiento de este segmento de la canasta estuvo liderado por pasajes aéreos, cuyo ajuste mensual en diciembre fue de 2,53%, algo que puede ser efecto de la huelga que golpeó a la principal aerolínea del país entre septiembre y octubre.
76. La variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados también aumentó (de 5,27% en noviembre a 5,49% en diciembre). El grueso de este

aumento se concentró en la sub canasta de diversión cultura y esparcimiento (específicamente del ítem de “servicios relacionados con la diversión” el cual aumentó 18,3% en el mes) y puede atribuirse al comportamiento de las boletas de futbol, cuyos precios aumentaron considerablemente en diciembre con motivo de la final del torneo colombiano entre los dos equipos más grandes de la capital.

77. El impacto del aumento de los precios de las boletas de fútbol de este año (con equipos de la capital en la final) sobre la inflación total se puede estimar de dos formas. Una es calculando la inflación total suponiendo un ajuste de precios en boletas igual al observado en diciembre de 2016, cuando en la final del torneo de futbol intervino un equipo de fuera de Bogotá (Tolima vs Santa Fé). En ese mes el aumento mensual del ítem de servicios relacionados con la diversión fue de solo 1,3% y la inflación total anual resultante para diciembre de 2017 hubiera sido 3,99%. Otro método consiste en excluir este ítem del IPC, en cuyo caso la inflación total habría sido 3,98%.
78. Los demás ítems principales del IPC registraron pocas alzas o algunos descensos en precios. Así, la variación anual del IPC del conjunto de rubros más afectado por tipo de cambio descendió de 6,57% en noviembre a 5,72% en diciembre, el de arriendos pasó de 4,30% a 4,28% y el de indexados se mantuvo en 6,96%.
79. Respecto al IPC de regulados, su variación anual en diciembre (5,86%) también aumentó con respecto a noviembre (5,58%). Dicha alza se concentró especialmente en la sub-canasta de Combustibles (de 8,28% en noviembre a 9,94% en diciembre). Desde junio del año 2017 el precio internacional del petróleo viene ascendiendo, lo cual estaría repercutiendo en alzas en el precio interno de la gasolina, las cuales en diciembre fueron de 139 pesos.
80. También el subgrupo transporte pasó de 4,32% en noviembre a 4,92% en diciembre. En diciembre se reajustó en 100 pesos el pasaje de buses, busetas y colectivos (SITP provisional) en Bogotá. Cabe señalar que para este subgrupo se esperan dos nuevos ajustes a comienzos de 2018. El primero, hace referencia al incremento de 100 pesos en el pasaje de Transmilenio y el SITP, decretado por la alcaldía de Bogotá, a partir del primero de febrero. El segundo, está asociado con la nueva plataforma tecnológica de cobro para el servicio de taxis en Bogotá, que aún está por implementarse plenamente.
81. Dentro del IPC de regulados, Servicios Públicos fue el único subgrupo que disminuyó (de 5,82% a 5,39%). En los próximos meses se espera una reducción en las tarifas de aseo en Bogotá por cambio de operadores. Se estima que la reducción será cercana al 10% y comenzaría a verse reflejada en los cobros de abril.
82. Después de cuatro aumentos consecutivos, la inflación anual de alimentos cayó en diciembre (1,92%). Este comportamiento coincide con una amplia oferta agropecuaria durante los últimos meses. En diciembre todas las sub-canastas disminuyeron: alimentos procesados bajó de -0,15% en noviembre a -0,91% en



diciembre, comidas fuera del hogar de 5,75% a 5,21% y alimentos perecederos de 5,89% a 5,84%.

83. Hacia finales de 2017 se hizo evidente un fenómeno de La Niña (débil y de corta duración) que seguiría desarrollándose durante el primer trimestre de este año, de acuerdo con los informes más recientes de las principales agencias meteorológicas del mundo. Como se mencionó en el anterior informe, estas mayores precipitaciones favorecen, en general, una mayor productividad agropecuaria, con algunas excepciones como el café.
84. Los ajustes en los costos no laborales, aproximados por el IPP, retomaron una senda ascendente moderada, luego de una pausa en noviembre. Así, la inflación anual del IPP total oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) aumentó de 1,31% en noviembre a 1,86% en diciembre. Esta mayor inflación anual al productor se explica tanto por el componente importado (de -0,62% en noviembre a 0,38% en diciembre), como por el local (de 2,16% a 2,50%).
85. Los costos laborales continuaron presentando comportamientos mixtos pero ajustándose a tasas por encima de la meta de inflación. El cambio anual de los salarios de la industria manufacturera disminuyó entre octubre (8,0%) y noviembre (7,1%). Por el contrario, los del comercio aumentaron de 5,3% a 5,8%. Por su parte, con información a diciembre, los ajustes salariales en la construcción de vivienda (5,90%) y en la construcción pesada (4,2%) se mantuvieron estables. La holgura que presenta actualmente el mercado laboral no hace prever presiones sobre estos indicadores salariales a comienzos de 2018 y por esta vía sobre los precios. No obstante, el reajuste del salario mínimo para este año en cerca del 6% sí puede incidir en alzas de algunos precios de servicios, a tasas relativamente altas en relación con la meta del 3,0%.
86. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de enero), las expectativas de inflación a diciembre de este año se situaron en 3,47%. Por su parte, las expectativas doce meses adelante pasaron de 3,46% en diciembre de 2017 a 3,42% en enero de 2018, al igual que las de veinticuatro meses (de 3,27% a 3,25%). Por su parte, en la última encuesta de expectativas trimestrales (de enero de 2018), el mercado espera que la inflación anual en diciembre de 2018 termine en 3,83% y la de diciembre de 2019 en 3,80%.
87. La inflación implícita en los títulos de deuda pública (Break-Even Inflation, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR para lo corrido de enero (hasta el 24) se ubica en 3,56%, 3,55%, 3,52% y 3,54% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. Frente al promedio de diciembre, el BEI varió 11 pb, 9 pb, 4 pb y -5 pb para estos mismos horizontes, respectivamente.

88. Utilizando la curva Forward Break-Even Inflation (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2018 es de 3,58%. Para los años 2019, 2020 y 2021 corresponde a 3,55%, 3,50% y 3,47%, respectivamente.