

El crecimiento anual del PIB en el segundo trimestre de 2017 se situó 0.2 puntos porcentuales por debajo de la predicción del 1.5 %, principalmente por el menor crecimiento en el sector de la *construcción*. También estuvieron por debajo de las expectativas el crecimiento en los sectores de *suministros de electricidad, gas y agua, comercio, agricultura, industria, transporte y financiero*.

Las previsiones de crecimiento anual medio del PIB en 2017, incorporando la información observada en el segundo trimestre y los indicadores mensuales hasta junio de 2017, se revisan al alza en 0.1 puntos porcentuales hasta una tasa anual de 1.5 %, con lo cual el crecimiento anual en el tercer trimestre de 2017 sería de 2 %. En cuanto al crecimiento anual medio del PIB para 2018, la revisión es al alza en 0.5 puntos porcentuales, esperándose ahora un crecimiento medio anual de 1.8 %.

La nueva información disponible indica que respecto a lo observado en el primer semestre, el crecimiento de la economía mejoraría en el segundo semestre de 2017, aunque sin que se supere el 2.5 % esperado por el gobierno. En concreto, nuestras predicciones muestran un mejoramiento de 0.3 puntos porcentuales en el tercer trimestre hasta el 2 % y de 0.4 puntos porcentuales en el último trimestre del año hasta el 1.6 %.

En cuanto a la inflación total anual, el dato de julio (3.4 %) se situó 0.3 puntos porcentuales por debajo de nuestras previsiones, debido al crecimiento menor a lo esperado en los precios de todos los sectores, especialmente en *productos energéticos*. Con ello, las previsiones de inflación total anual media para 2017 se revisan a la baja en 0.1 puntos porcentuales hasta 4.6 % y en 0.2 puntos porcentuales en la inflación básica hasta 5 %.

La probabilidad de que la inflación total anual

de 2017 y 2018 se coloque dentro del límite superior del rango meta del 4.0 % establecido por el Banco de la República sigue manteniéndose muy baja. La inflación mínima hasta diciembre de 2018 se podría haber alcanzado el pasado mes de julio de 2017 (3.4 %).

Las previsiones de crecimiento económico e inflación se basan en un supuesto de 60 US\$/barril de Brent en julio de 2018. Las expectativas de aumento en el precio del Brent en los próximos meses siguen débiles, debido a la incapacidad de la OPEP y de otros grandes productores de elevar el precio ante la amenaza de crecimiento de la oferta por parte de Estados Unidos. En este contexto, nuestro supuesto de precio para julio de 2018 se puede considerar optimista y es muy probable que se revise a la baja en los próximos meses.

Con unas expectativas para 2017 de 5 % en la inflación básica anual media y de 1.5 % en el crecimiento anual medio del PIB, el Banco de la República tiene margen para hacer disminuciones adicionales en la tasa de intervención en los próximos meses.

En suma, es muy poco probable que la inflación de 2017 se coloque dentro del rango meta establecido por el Banco de la República, mientras que se mantienen unas expectativas de crecimiento débil en 2017 y 2018.

1. Crecimiento económico

- La tasa anual de crecimiento del PIB observada en el segundo trimestre de 2017 (1.3 %) resultó peor a la esperada, presentando una desviación de -0.23 % puntos porcentuales frente a nuestra previsión de 1.5 % (Cuadro 1).¹

¹Las previsiones en el cuadro 1 tiene en cuenta la revisión en la serie histórica de contabilidad nacional tri-

- Dentro de los componentes de oferta, la desviación más significativa se presentó en el sector de *construcción* (-7.5 puntos porcentuales), mientras que en los componentes de demanda (parte sombreada inferior del Cuadro 1), se presentó en *formación bruta de capital* (-3.7 puntos porcentuales).

Cuadro 1: Desviaciones (Δ) en el segundo trimestre de 2017 en la tasa anual de crecimiento del PIB y de sus principales sectores de oferta y demanda (área sombreada), respecto a nuestras predicciones

	Pesos	Observado	Predicción	Δ
Agricultura	6.1	4.4	5.7	-1.3
Minería	7.0	-6.0	-7.7	1.7
Industria	11.1	-3.3	-2.2	-1.1
Gas, agua,...	3.5	1.2	3.3	-2.1
Construcción	7.2	0.3	7.8	-7.5
Comercio	12.2	0.9	0.2	0.7
Transporte	7.3	0.7	1.3	-0.6
Financiero	20.3	3.9	4.5	-0.6
Servicios	15.4	3.0	2.5	0.5
Impuestos	9.5	3.3	-2.7	6.0
Cons. privado	64.6	1.5	2.5	-1.0
Cons. público	17.5	4.2	2.4	1.8
FBK	29.2	1.4	5.1	-3.7
Exportaciones	16.0	-1.7	-0.5	-1.2
Importaciones	28.1	3.7	5.2	-1.5
TOTAL	100.0	1.3	1.5	-0.2

Δ =observado-predicción

- Incorporando la nueva información trimestral e indicadores mensuales hasta junio de 2017 en comercio exterior, industria, comercio y construcción, la previsión para el crecimiento anual medio del presente año se coloca muy por debajo del observado en 2016, cayendo hasta una tasa de 1.5 %, mientras la previsión para 2018 se sitúa en 1.8 % (Cuadro 2 y Figura 1). Estas previsiones han mejorado en 0.1 y 0.5 puntos porcentuales respectivamente, respecto a las publicadas el mes anterior.
- La previsión de crecimiento anual para el tercer trimestre de 2017 es de 2 %, lo cual mejoraría el dato observado en el segundo trimestre de 2017. Estas predicciones también mejoran en 0.3 puntos porcentuales con respecto a las estimadas el mes anterior (Figura 2).
- En el análisis desagregado, considerando los sectores de oferta del PIB (Cuadro 2), se es-

mestral publicada por el DANE en agosto de 2017.

pera que en 2017 el mayor crecimiento anual medio corresponda al sector *agropecuario* (4.8 %). Por el contrario, la *minería* (-6.8 %) sigue sin presentar signos de recuperación en 2017, aunque mejoraría la tasa anual negativa esperada para 2018. Esto a pesar de nuestro supuesto optimista sobre los precios del petróleo, que en nuestras previsiones es de 60 dólares/barril en julio de 2018.

- El crecimiento anual esperado para el tercer trimestre de 2017 (2 %) estaría liderado por el sector *agropecuario* con una tasa de 4.6 %, mientras el sector menos dinámico sería el de la *minería* que caería mas que en el segundo trimestre de 2017 (-6.8 %).
- En los sectores de demanda (Cuadro 4), el mayor crecimiento anual medio esperado para el conjunto de 2017 esta en el sector de *consumo final del gobierno* con 3.9 % y el menor en *exportaciones* con -0.4 %. En cuanto a las expectativas para el tercer trimestre de 2017 (Cuadro 5), el mayor crecimiento anual, correspondería al *formación bruta de capital* con una tasa de 5.7 % y el menor crecimiento estaría en *consumo de los hogares y exportaciones* (2.2 %).

Cuadro 2: Tasa anual de crecimiento medio del PIB y sectores de Oferta, información anual

	2014	2015	2016	2017	2018
Agricultura	2.7	2.5	0.5	4.8	2.3
Minería	-1.2	0.2	-6.5	-6.8	-5.4
Industria	1.0	1.7	3.0	-1.7	1.0
Gas, agua,...	3.4	3.0	0.1	0.6	2.4
Construcción	10.3	3.7	4.1	2.2	5.0
Comercio	5.0	4.6	1.8	0.6	1.7
Transporte	4.6	2.6	-0.1	0.9	4.1
Financiero	5.8	5.1	5.0	3.8	4.2
Servicios	5.2	3.1	2.2	3.7	3.5
Impuestos	5.7	0.7	2.2	2.5	-4.6
TOTAL	4.4	3.1	2.0	1.5	1.8

Cuadro 3: Tasa anual de crecimiento del PIB y sectores de Oferta, información trimestral

	17-1	17-2	17-3	17-4	18-1	18-2
Agricultura	7.8	4.4	4.6	2.4	1.5	2.8
Minería	-9.3	-6.0	-6.8	-5.2	-4.6	-6.3
Industria	0.3	-3.3	-1.8	-2.0	0.6	1.9
Gas, agua,...	-0.5	1.2	0.9	0.7	1.6	2.7
Construcción	-1.4	0.3	4.0	6.0	7.4	6.5
Comercio	-0.5	0.9	1.0	1.1	1.9	1.6
Transporte	-0.3	0.7	1.1	2.0	3.0	4.5
Financiero	4.3	3.9	4.0	3.0	4.3	4.1
Servicios	2.9	3.0	4.3	4.6	3.5	3.5
Impuestos	2.7	3.3	4.3	-0.2	-0.9	-5.9
TOTAL	1.2	1.3	2.0	1.6	2.3	2.0

Cuadro 4: Tasa anual de crecimiento medio del PIB y sectores de Demanda, información anual

	2014	2015	2016	2017	2018
C. hogares	4.3	3.2	2.1	1.9	3.9
C. gobierno	4.7	5.0	1.8	3.9	1.5
FBK	11.6	1.2	-4.5	2.9	0.2
Exportaciones	-1.5	1.2	-0.9	-0.4	5.2
Importaciones	7.9	1.4	-6.2	2.8	3.6
TOTAL	4.4	3.1	2.0	1.5	1.8

Figura 1: Fan Chart de la tasa anual de crecimiento del PIB junto con sus intervalos de probabilidad al 20, 40, 60 y 80 %

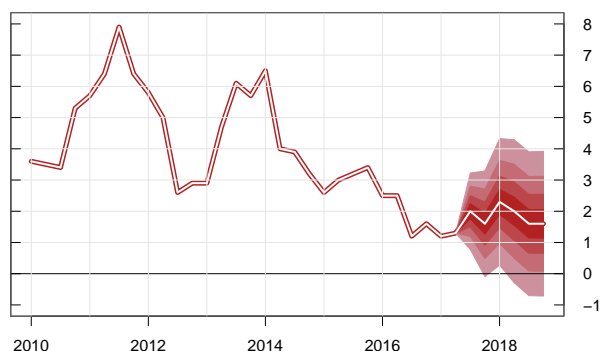


Figura 2: Tasa anual de crecimiento del PIB y cambio en sus previsiones respecto a las estimadas el mes anterior



Cuadro 5: Tasa anual de crecimiento del PIB y sectores de Demanda, información trimestral

	17-1	17-2	17-3	17-4	18-1	18-2
C. hogares	1.4	1.5	2.2	2.4	3.4	4.1
C. gobierno	2.6	4.2	5.0	3.7	3.2	1.3
FBK	-0.0	1.4	5.7	4.4	3.1	2.3
Exportaciones	-4.7	-1.7	2.2	2.9	4.3	5.5
Importaciones	-0.4	3.7	3.9	4.0	3.5	3.5
TOTAL	1.2	1.3	2.0	1.6	2.3	2.0

2. Inflación

- La inflación total anual observada en julio de 2017 (3.4 %) difirió en -0.34 puntos porcentuales respecto a nuestra predicción de 3.74 %, en tanto que la inflación básica anual (total sin alimentos) fue de 4.79 %, presentando también una desviación de -0.34 puntos porcentuales respecto a nuestra predicción de 5.13 % (Cuadro 6).
- Un año después del pico de 9.0 % marcado en julio de 2016, el ritmo de disminución de la inflación se ha ido ralentizando en los últimos meses al punto de que podría haber alcanzado su mínimo anual en julio de este año. De hecho, se espera que la inflación repunte en el segundo semestre, impidiendo que para el conjunto de 2017 la inflación se coloque dentro del límite objetivo del Banco de la República del 4.0 %. Incluso, en 2018, la previsión de la tasa anual media empeora respecto a la esperada para 2017, debido a un nuevo repunte en el crecimiento anual de los precios de los alimentos que podría superar el 6.0 % (Cuadro 7).
- La desagregación de la inflación observada en julio mostró innovaciones a la baja en todos los sectores, especialmente en el sector de *productos energéticos*, con una desviación de -2.32 puntos porcentuales (Cuadro 6).
- En el primer semestre de 2017 se ha observado una moderación en la inflación total anual que habría culminado en el mínimo de 3.4 % del pasado julio. Sin embargo, la inflación básica (total sin alimentos) supera a la inflación total desde marzo de 2017, siendo este diferencial el principal obstáculo para el cumplimiento de la meta de inflación fijada por el Banco de la República. Aunque este diferencial se podría revertir a finales de

Cuadro 6: Desviaciones (Δ) en julio de 2017 en las tasas anuales observadas de inflación total, básica y de sus principales sectores, respecto a nuestras predicciones

	Pesos	Observado	Predicción	Δ
Total	100.0	3.4	3.7	-0.3
Básica	71.8	4.8	5.1	-0.3
Alimentos	28.2	0.4	0.7	-0.3
- Procesados	20.0	4.9	5.2	-0.3
- Frescos	8.2	-9.1	-8.7	-0.4
Manufacturas	21.1	3.3	3.4	-0.1
Servicios	44.1	5.4	5.5	-0.2
Energéticos	6.7	4.1	6.4	-2.3

Δ =observado-predicción

año, nuestras previsiones para la inflación total aumentan por el repunte de los alimentos, manteniéndose cercana al 5.0 % hasta finales de 2018 (Figura 4).

- Para agosto de 2017 se espera que la tasa anual de inflación total aumente 5 décimas de punto porcentual respecto a los datos observados en julio, hasta el 3.9 %, mientras que la inflación básica caería levemente al 4.7 % (Cuadro 7). Por sectores, la inflación más alta se mantendría en *servicios* (5.5 %), mientras que la inflación más baja correspondería al grupo de *alimentos* (2.3 %).
- La Figura 4 muestra que la previsión de los últimos doce meses para la inflación total y básica anual (total sin alimentos) de 2017 se ha mantenido alejada del del rango meta del Banco de la República. Con los datos peores a lo esperado de comienzos de 2017, las previsiones de ambos agregados sufrieron revisiones al alza que las alejaron aún mas del objetivo del 4.0 %. Además, en los últimos seis meses, las previsiones para la inflación básica de 2017 superan a las de la inflación total, dificultando el cumplimiento de la meta de inflación del Banco de la República.
- Respecto al mes anterior, se rebajan en 0.1 puntos porcentuales las previsiones para la inflación total anual media de 2017 (hasta 4.6 %) y en 0.2 puntos porcentuales las previsiones de la inflación básica anual media (hasta 5 %). A pesar de ésta revisión a la baja en las expectativas, la probabilidad de que la inflación total anual termine dentro del rango meta fijado por el Banco de la República es muy baja (Figura 5).

Cuadro 7: Tasas anuales medias de inflación 2014-2018 y tasas anuales de inflación total, básica y en los sectores de alimentos (ali), manufacturas (man), servicios (ser) y productos energéticos (ene)*

	total	básica	ali	man	ser	ene
2014	2.9	2.8	3.1	1.1	3.4	3.5
2015	5.0	4.1	7.3	4.7	4.1	2.4
2016	7.5	5.9	11.5	7.8	5.0	7.0
2017	4.6	5.0	3.6	3.9	5.5	4.5
2018	4.9	4.4	6.1	2.4	5.2	4.1
Ene 2017	5.5	5.3	5.9	5.6	5.1	5.8
Feb 2017	5.2	5.2	5.2	5.6	5.2	3.8
Mar 2017	4.7	5.1	3.7	5.2	5.3	3.3
Abr 2017	4.7	5.6	2.6	4.8	5.6	7.5
May 2017	4.4	5.4	2.2	4.2	5.6	6.2
Jun 2017	4.0	5.1	1.6	3.6	5.5	5.8
Jul 2017	3.4	4.8	0.4	3.3	5.4	4.1
Ago 2017	3.9	4.7	2.3	3.1	5.5	3.3
Sep 2017	4.4	4.7	3.8	3.0	5.5	3.4
Oct 2017	4.7	4.8	4.8	2.9	5.6	3.8
Nov 2017	5.0	4.9	5.4	3.0	5.7	3.7
Dic 2017	5.0	4.9	5.4	3.0	5.7	3.8
Ene 2018	4.7	4.6	4.9	2.9	5.5	2.9
Feb 2018	4.6	4.5	5.1	2.5	5.3	3.9
Mar 2018	4.7	4.3	5.6	2.3	5.1	3.8
Abr 2018	4.7	4.1	5.9	2.3	5.1	3.1
May 2018	4.7	4.1	6.0	2.4	5.1	2.9
Jun 2018	4.8	4.2	6.3	2.4	5.1	3.3
Jul 2018	5.1	4.4	6.7	2.4	5.2	4.9
Ago 2018	5.2	4.5	6.8	2.4	5.2	5.0
Sep 2018	5.1	4.4	6.7	2.3	5.2	4.8
Oct 2018	5.1	4.4	6.5	2.2	5.2	4.9
Nov 2018	5.0	4.4	6.3	2.1	5.3	5.0
Dic 2018	5.0	4.4	6.2	2.0	5.3	5.1

* Las zonas sombreadas corresponden a predicciones

- La Figura 7 muestra el incremento en la contribución de la inflación en *alimentos* en la inflación total anual entre los años 2015-2016. Sin embargo, desde el segundo semestre de 2016 ésta contribución ha caído significativamente hasta alcanzar un mínimo en el pasado mes de julio. Por el contrario, la contribución de la inflación básica ha aumentado desde el primer semestre de 2017, al punto que se espera pueda explicar aproximadamente dos tercios de la inflación total en los próximos meses.

3. Política monetaria

Con unas expectativas para 2017 de 5 % en la inflación básica anual media y de un insuficiente 1.5 % en el crecimiento anual medio del PIB, existe una alta probabilidad de que el Banco de la República continúe reduciendo su tasa de intervención en los próximos meses (Figura 8). Ésta respuesta sistemática de la política mone-

taria podría ser intensa en el segundo semestre de 2017 de forma que la tasa de intervención se podría estabilizar alrededor del 5.0 % a lo largo de 2018.

Figura 3: Inflación total anual y cambio en su perfil de previsiones, respecto al estimado el mes anterior

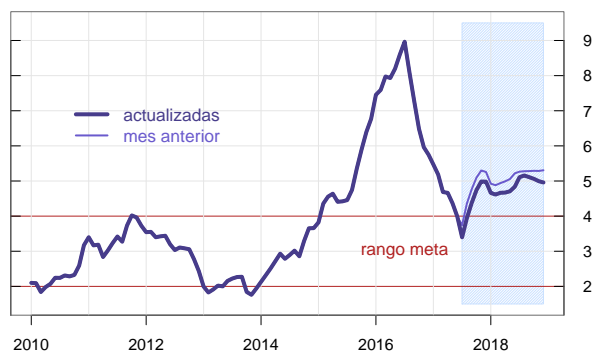


Figura 4: Cambio en las previsiones de inflación total anual para 2017 en los últimos doce meses (la previsión actual incluye el último dato observado)

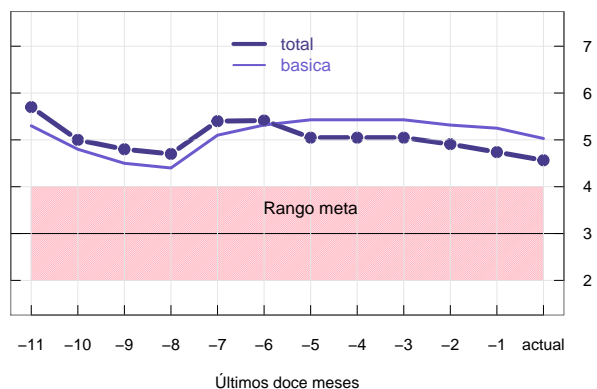


Figura 5: Fan Chart de la inflación total anual junto con sus intervalos de probabilidad al 20, 40, 60 y 80 %

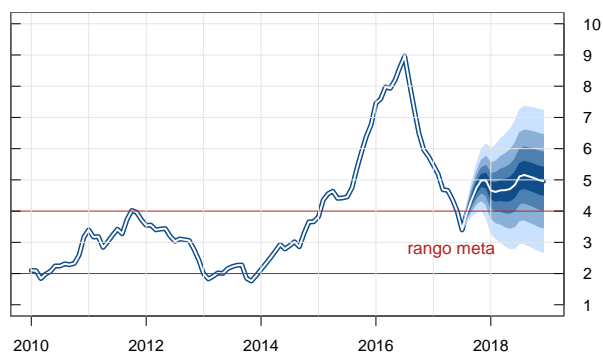


Figura 6: Fan Chart de la inflación básica anual (total sin alimentos) junto con sus intervalos de probabilidad al 20, 40, 60 y 80 %

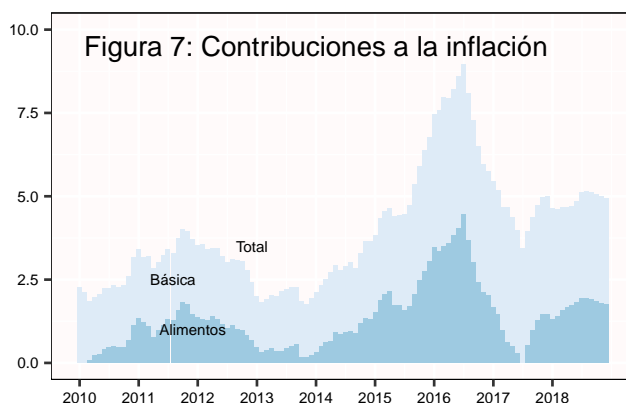
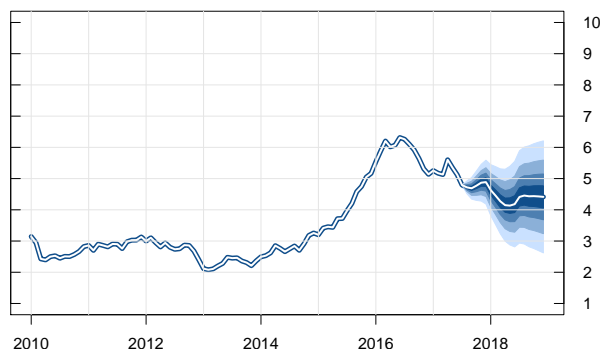


Figura 8: Tasa de intervención del Banco de la República y estimaciones hasta finales de 2018.

