

# ECONOMÍA APLICADA

Monitor Macroeconómico Mensual

COLOMBIA, Mayo de 2017

César Castro Rozo

La actualización del crecimiento anual medio esperado del PIB para 2017, incorporando la información de indicadores mensuales hasta febrero de 2017, se revisa a la baja en 0.4 puntos porcentuales hasta 1.7 %, correspondiente a un crecimiento anual de 1.6 % en el primer trimestre de 2017. Para 2018, la previsión de crecimiento anual medio del PIB, respecto a lo esperado el mes anterior, también se revisa a la baja en 0.2 puntos porcentuales hasta 1.6 %.

En cuanto a la inflación total anual, el dato de abril (4.7 %) coincidió con nuestras previsiones, compensándose las sorpresas a la baja de *alimentos* con las sorpresas al alza en los sectores de *servicios y productos energéticos*. Con ello, las previsiones de inflación total anual media para 2017 se revisan nuevamente a la baja en 0.2 puntos porcentuales hasta 5 %, mientras la inflación básica anual media esperada se mantiene inalterada en el 5.4 %.

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 se mantiene muy baja. La inflación más baja para los próximos 20 meses se registraría en julio de 2017 (4.2 %).

Las previsiones de crecimiento económico e inflación se basan en un supuesto de 60 US\$/barril de Brent en abril de 2018.

Con unas expectativas para 2017 de 5.4 % en la inflación básica anual media y de 1.7 % en el crecimiento anual medio del PIB, existe una alta probabilidad de disminuciones adicionales en la tasa de intervención (respuesta sistemática de la política monetaria) del Banco de la República en los próximos meses.

En suma, la inflación durante 2017 estaría lejos de colocarse dentro de los objetivos del Banco de la República y el crecimiento anual se mantendría insuficientemente por debajo del

2.0 %. Para 2018 las previsiones de inflación y crecimiento empeoran.

## 1. Crecimiento

- Incorporando indicadores mensuales hasta febrero de 2017 en comercio exterior, industria, comercio y construcción, la previsión para el crecimiento anual medio del presente año empeoraría respecto al observado en 2016, hasta una tasa de 1.7 %, mientras la previsión para 2018 se sitúa en 1.6 % (figura 1). En ambos casos las previsiones han empeorado en 0.4 y 0.2 puntos porcentuales respectivamente, respecto a las publicadas en el mes de abril.
- La previsión de crecimiento anual para el primer trimestre de 2017 es de 1.6 %, igualando al dato observado en el cuarto trimestre de 2016. Estas predicciones empeoran en 0.3 puntos porcentuales con respecto a las estimadas el mes anterior (figura 2).
- En el análisis desagregado, considerando los sectores de oferta (cuadro 1), se espera que en 2017 el mayor crecimiento anual medio corresponda a la *construcción* (8.2 %) ayudado por los proyectos de las concesiones 4G. Por el contrario, la *minería* (-6.9 %) sigue sin presentar signos de recuperación en 2017 y se mantendría en tasas anuales negativas durante todo el año, no obstante la relativa recuperación de los precios del petróleo, que en nuestras previsiones supone los 60 dólares/barril en abril de 2018.
- El crecimiento anual esperado para el primer trimestre de 2017 (1.6 %) estaría liderado por el sector *financiero, actividades inmobiliarias y servicios a empresas* con una tasa de 4.9 %,

mientras el sector menos dinámico sería el de la *minería* que mantendría un crecimiento cercano al observado en el cuarto trimestre de 2016 (-8%).

- En los sectores de demanda (cuadro 3), el mayor crecimiento anual medio esperado para 2017 esta en el sector de *consumo de los hogares* con 2.6% y el menor en *importaciones* con -0.2%. En cuanto a las expectativas para el primer trimestre de 2017 (cuadro 4), el mayor crecimiento anual, correspondería al *formación bruta de capital* con una tasa de 1.2% y el menor crecimiento estaría en *importaciones* (-4.8%).

**Cuadro 1:** 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	3.7	2.5
Minería	-1.2	0.2	-6.5	-6.9	-6.0
Industria	1.0	1.7	3.0	-1.3	1.2
Gas, agua,...	3.4	3.0	0.1	3.1	3.4
Construcción	10.3	3.7	4.1	8.2	5.4
Comercio	5.0	4.6	1.8	1.0	1.6
Transporte	4.6	2.6	-0.1	1.2	1.7
Financiero	5.8	5.1	5.0	5.2	5.2
Servicios	5.2	3.1	2.2	2.5	3.5
Impuestos	5.7	0.7	2.2	-3.4	-8.2
TOTAL	4.4	3.1	2.0	1.7	1.6

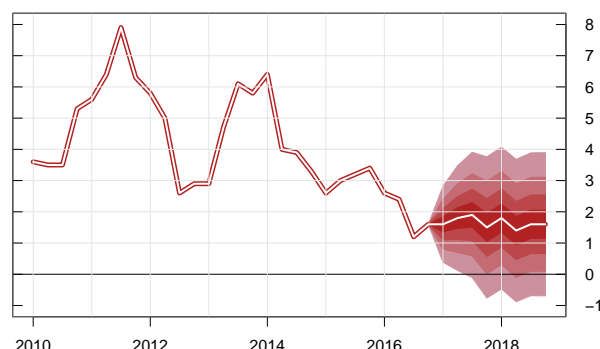
**Cuadro 2:** Tasa anual de crecimiento del PIB y sectores de Oferta, información trimestral

	16-3	16-4	17-1	17-2	17-3	17-4
Agricultura	-0.5	2.0	4.6	4.3	3.9	1.9
Minería	-6.5	-8.2	-8.0	-6.6	-7.0	-5.7
Industria	1.5	1.0	-0.9	-1.6	-1.2	-1.4
Gas, agua,...	-1.3	-0.5	0.7	4.5	3.8	3.7
Construcción	6.8	3.5	4.6	9.9	8.3	9.9
Comercio	0.8	1.6	0.5	1.0	1.1	1.3
Transporte	-1.5	-0.1	0.2	1.9	1.3	1.3
Financiero	4.4	5.0	4.9	5.2	5.8	5.2
Servicios	1.3	0.9	1.5	1.9	3.0	3.5
Impuestos	0.4	2.8	1.4	-3.6	-3.8	-7.6
TOTAL	1.2	1.6	1.6	1.8	1.9	1.5

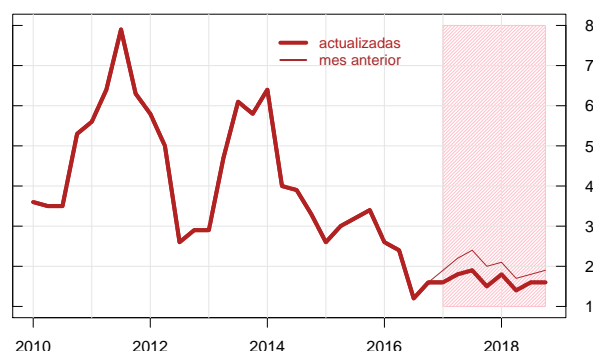
**Cuadro 3:** Tasa anual de crecimiento medio del PIB y sectores de Demanda, información anual

	2014	2015	2016	2017	2018
C. hogares	4.3	3.2	2.1	2.6	5.6
C. gobierno	4.7	5.0	1.8	0.8	1.1
FBK	11.6	1.2	-4.5	1.8	-3.0
Exportaciones	-1.5	1.2	-0.9	1.3	6.5
Importaciones	7.9	1.4	-6.2	-0.2	6.1
TOTAL	4.4	3.1	2.0	1.7	1.6

**Figura 1:** Tasa anual de crecimiento del PIB junto con sus intervalos de probabilidad al 20, 40, 60 y 80 %



**Figura 2:** Cambio en las previsiones de la tasa anual de crecimiento del PIB, respecto a las estimadas el mes anterior



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

	16-3	16-4	17-1	17-2	17-3	17-4
C. hogares	1.3	2.0	1.0	2.0	3.3	4.0
C. gobierno	0.2	0.2	0.8	0.8	1.1	0.4
FBK	-6.2	-3.3	1.2	3.5	2.1	0.4
Exportaciones	-2.8	-3.2	-3.4	-0.5	3.8	5.4
Importaciones	-11.1	-4.2	-4.8	-0.3	1.6	2.8
TOTAL	1.2	1.6	1.6	1.8	1.9	1.5

## 2. Inflación

- La inflación total anual observada en abril de 2017 (4.66%) difirió en -0.04 puntos porcentuales respecto a nuestra predicción de 4.7%, mientras la inflación básica anual (total sin alimentos) fue de 5.6%, presentando una desviación de 0.17 puntos porcentuales respecto a nuestra predicción de 5.43% (cuadro 5).
- Aunque la inflación total anual ha disminuido significativamente después del pico de 9.0%

marcado en julio de 2016, el ritmo de disminución esperado en los próximos meses se va frenando al punto que resultaría insuficiente para colocarse dentro del límite objetivo del Banco de la República. Incluso, en 2018, la previsión de la tasa anual media empeora respecto a la esperada para 2017 y podría acercarse al 6.0 %, con los precios de los *alimentos*, y los *productos energéticos* en niveles más altos a los esperados en 2017.

- Por sectores de inflación, la mayor desviación observada en abril fue de -0.69 puntos porcentuales, correspondiente al sector de *alimentos procesados*, el cual sigue mostrando tasas anormalmente altas. El sector de *productos energéticos* mantiene al alza su tasa anual, iniciada en noviembre de 2015.

**Cuadro 5:** Desviaciones ( $\Delta$ ) en abril de 2017 en las tasas anuales de inflación total, básica y de sus principales sectores, respecto a nuestras predicciones

	Pesos	Observado	Predicción	$\Delta$
Total	100.0	4.7	4.7	-0.0
Básica	71.8	5.6	5.4	0.2
Alimentos	28.2	2.6	3.1	-0.5
- Procesados	20.0	5.6	6.3	-0.7
- Frescos	8.2	-4.0	-3.9	-0.1
Manufacturas	21.1	4.8	5.0	-0.2
Servicios	44.1	5.6	5.3	0.3
Energéticos	6.7	7.5	7.0	0.5

$\Delta$ =observado-predicción

- A pesar de que las previsiones para el primer semestre de 2017 indican una moderación en la inflación total anual hasta alcanzar un mínimo de 4.2 % en julio de 2017, la principal preocupación se centra en la evolución de la inflación básica anual (total sin alimentos) que supera a la inflación total desde marzo de 2017. Nuestras previsiones indican a que se mantendría persistentemente por encima del 5.0 % en los próximos dos años, con lo cual se convierte en el principal obstáculo para que la inflación total anual vuelva a la senda del rango meta del 4.0 % fijado por el Banco de la República (cuadro 6 y figura 4).
- Para mayo de 2017 se espera que las tasas anuales de inflación total y básica caigan 2 décimas de punto porcentual hasta el 4.5 y 5.4, respectivamente. Por sectores, la inflación más alta se presentaría en *productos energéticos* (5.9 %), mientras que la inflación más baja correspondería al grupo de *alimen-*

*tos* (2.4 %).

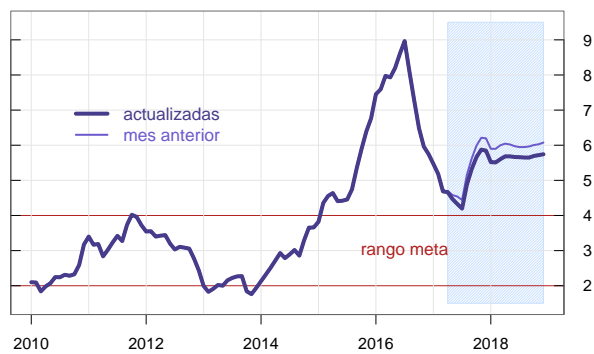
**Cuadro 6:** Tasas anuales medias de inflación 2014-2018 y tasas anuales de inflación total, básica y en los sectores de alimentos (ali), manufacturas (man), servicios (ser) y productos energéticos (ene)\*

	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	5.0	5.4	4.3	4.6	5.6	5.9
2018	5.6	5.3	6.4	4.4	5.5	6.5
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	4.5	5.4	2.4	4.4	5.7	5.9
Jun 2017	4.3	5.3	2.3	4.1	5.6	5.9
Jul 2017	4.2	5.4	1.7	4.1	5.6	6.5
Ago 2017	4.9	5.4	3.8	4.0	5.8	6.0
Sep 2017	5.3	5.4	5.2	4.1	5.8	6.2
Oct 2017	5.7	5.6	6.1	4.2	5.8	6.6
Nov 2017	5.9	5.7	6.4	4.4	6.0	6.6
Dic 2017	5.8	5.8	6.2	4.6	6.0	6.6
Ene 2018	5.5	5.6	5.6	4.6	5.8	5.8
Feb 2018	5.5	5.4	5.8	4.4	5.6	6.8
Mar 2018	5.6	5.3	6.3	4.3	5.5	6.8
Abr 2018	5.7	5.3	6.6	4.5	5.4	6.6
May 2018	5.7	5.3	6.7	4.5	5.4	6.5
Jun 2018	5.7	5.3	6.6	4.5	5.4	6.5
Jul 2018	5.7	5.3	6.5	4.5	5.4	6.5
Ago 2018	5.7	5.3	6.5	4.5	5.5	6.2
Sep 2018	5.6	5.3	6.5	4.4	5.5	6.2
Oct 2018	5.7	5.3	6.5	4.4	5.6	6.4
Nov 2018	5.7	5.4	6.6	4.3	5.6	6.5
Dic 2018	5.7	5.4	6.6	4.2	5.6	6.9

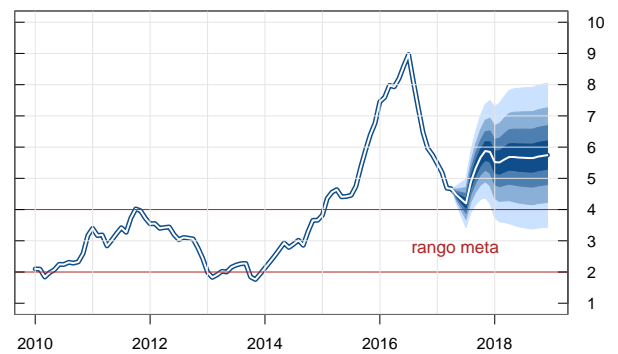
\* Las zonas sombreadas corresponden a predicciones

- 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, iniciando una senda de moderación en los últimos siete meses. Sin embargo, con los datos peores a lo esperado observados en el primer trimestre de 2017, las previsiones de ambos agregados han sufrido revisiones al alza, alejándolas nuevamente del objetivo del 4.0 %. Además, 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.
- Para 2017, se rebaja en 0.2 puntos porcentuales la previsión para la inflación total anual media (5 %) y se mantiene la inflación básica anual media esperada en el 5.4 %, de forma que la probabilidad de que la inflación total anual termine dentro del rango meta fijado por el Banco de la República es muy baja (fi-

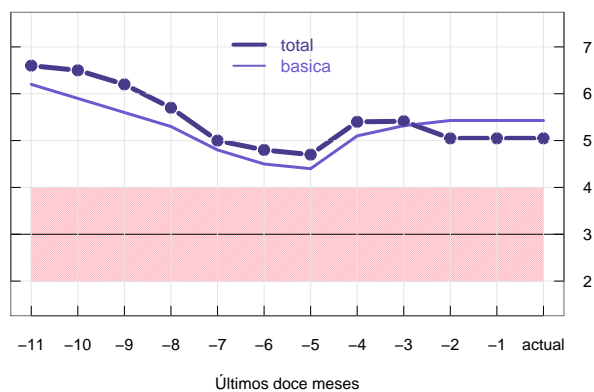
**Figura 3:** Cambio en el perfil de inflación total anual, respecto al estimado el mes anterior



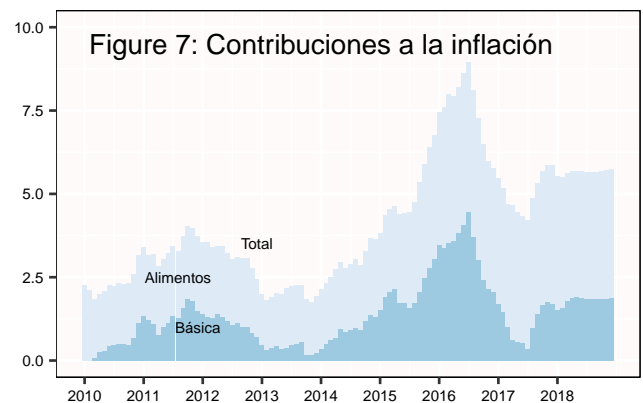
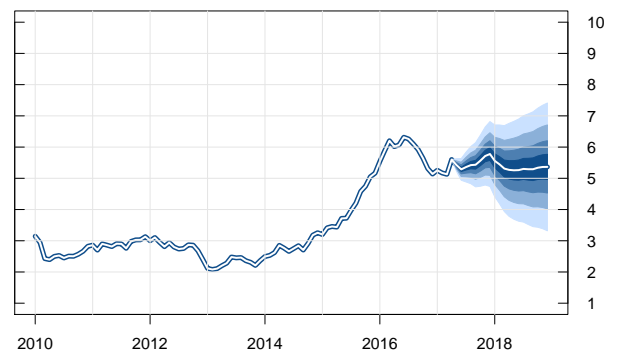
**Figura 5:** Inflación total anual junto con sus intervalos de probabilidad al 20, 40, 60 y 80 %



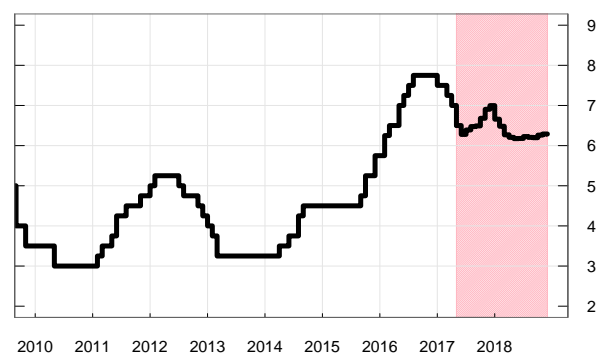
**Figura 4:** Cambio en las previsiones de inflación total anual para 2017 en los últimos doce meses (el actual corresponde al dato observado)



**Figura 6:** Inflación básica anual junto con sus intervalos de probabilidad al 20, 40, 60 y 80 %



**Figura 8:** Tasa de intervención



gura 5).

- La Figura 7 muestra la elevada contribución de la inflación en *alimentos* en la inflación total anual esperada en 2017 y el empeoramiento de la contribución de la inflación básica esperada para final de año.

### 3. Política monetaria

Con unas expectativas para 2017 de 5.4 % en la inflación básica anual media y de 1.7 % en el crecimiento anual medio del PIB, el Banco de la República podría reducir nuevamente su tasa de intervención (respuesta sistemática de la política monetaria) en los próximos meses (figura 8). En el largo plazo, esta tasa se podría mantener en torno al 6.0 %.