

El crecimiento anual del PIB en el cuarto trimestre de 2016 se situó 0.5 puntos porcentuales por debajo de la predicción del 2.1%, principalmente por el menor crecimiento en los sectores de *transporte, construcción y minería*. La actualización del crecimiento esperado del PIB para 2017, incorporando la información del cuarto trimestre de 2016 e indicadores mensuales hasta diciembre de 2016, se revisa a la baja en 0.3 puntos porcentuales hasta 2.5%, con un crecimiento anual de 2.2% en el primer trimestre de 2017. Para 2018, la previsión de crecimiento del PIB, publicada por primera vez en este informe, es de 2.2%.

En cuanto a la inflación total, el dato observado de febrero (5.2%) fue levemente inferior a las previsiones, debido principalmente al crecimiento menor a lo esperado en los precios de *alimentos y productos energéticos*. Con ello, las previsiones de inflación total para 2017 se mantienen sin variaciones en 5.4%, mientras la inflación básica se revisa 0.2 puntos porcentuales al alza hasta 5.3%, con lo cual la probabilidad de que la inflación de 2017 se coloque dentro del límite superior del rango meta del 4.0% establecido por el Banco de la República es muy baja e incluso empeoraría para 2018. Estas previsiones de crecimiento económico e inflación se basan en un supuesto de 60 US\$ para el precio del barril de Brent en febrero de 2018.

Con unas expectativas para 2017 de 5.3% en la inflación básica y de 2.5% en el crecimiento del PIB, la probabilidad de disminuciones adicionales en la tasa de intervención (respuesta sistemática de la política monetaria) es reducida y por el contrario debería aumentar para finales de año. En suma, la presión para el Banco de la República es doble, con una inflación lejos de colocarse dentro de sus objetivos y un crecimiento que se mantendría insuficientemente por debajo del 2.5% en los próximos dos años.

1. Crecimiento

- La tasa anual de crecimiento del PIB observada en el cuarto trimestre de 2016 (1.6%) resultó peor a la esperada, presentando una desviación de -0.5% puntos porcentuales frente a nuestra previsión de 2.1% (cuadro 1).¹

Dentro de los componentes de oferta, la desviación más significativa se presentó en el sector de *transporte almacenamiento y comunicaciones* (-5.6 puntos porcentuales), mientras que en los componentes de demanda (parte sombreada inferior del cuadro 1), se presentó en *exportaciones* (-5.6 puntos porcentuales).

Cuadro 1: Desviaciones (Δ) en el cuarto trimestre de 2016 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 | 2.0 | -1.5 | 3.5 |
| Minería | 7.0 | -8.2 | -4.6 | -3.6 |
| Industria | 11.1 | 1.0 | 1.6 | -0.6 |
| Gas, agua,... | 3.5 | -0.5 | -1.0 | 0.5 |
| Construcción | 7.2 | 3.5 | 8.5 | -5.0 |
| Comercio | 12.2 | 1.6 | 1.3 | 0.3 |
| Transporte | 7.3 | -0.1 | 5.5 | -5.6 |
| Financiero | 20.3 | 5.0 | 3.9 | 1.1 |
| Servicios | 15.4 | 0.9 | 1.8 | -0.9 |
| Impuestos | 9.5 | 2.8 | 1.3 | 1.5 |
| Cons. privado | 64.6 | 2.0 | 4.0 | -2.0 |
| Cons. público | 17.5 | 0.2 | 4.1 | -3.9 |
| FBK | 29.2 | -3.3 | -0.6 | -2.7 |
| Exportaciones | 16.0 | -3.2 | 2.4 | -5.6 |
| Importaciones | 28.1 | -4.2 | 0.2 | -4.4 |
| TOTAL | 100.0 | 1.6 | 2.1 | -0.5 |
| Δ =observado-predicción | | | | |

- A pesar del crecimiento menor al esperado en el cuarto trimestre, el crecimiento del PIB en 2016 fue superior a lo previsto debido a las revisiones en los datos observados. Por ejemplo, el crecimiento del segundo semes-

¹Las previsiones en el cuadro 1 tiene en cuenta la revisión en la serie histórica de contabilidad nacional trimestral publicada en marzo de 2017.

tre de 2016 se revisó de 2.0 a 2.4 %. Con ello y la información de indicadores hasta diciembre de 2016, la previsión para el crecimiento de 2017 mejoraría respecto al observado en 2016, hasta una tasa anual de 2.5 %, mientras la previsión para 2018, incluida por primera vez en este informe, se sitúa en 2.2 % (figura 1).

- La previsión de crecimiento para el primer trimestre de 2017 es de 2.2%, colocándose por encima del dato observado en el cuarto trimestre de 2016. Sin embargo, las predicciones actualizadas para el primer trimestre y el conjunto de 2017 empeoran con respecto a las del mes anterior (figura 2).

- En el análisis desagregado, considerando los sectores de oferta (cuadro 2), se espera que en 2017 el mayor crecimiento anual corresponda a la *construcción* (8.4 %) ayudado por los proyectos de las concesiones 4G. Por el contrario, la *minería* (-6.5 %) no presenta signos de recuperación en 2017 y se mantendría en tasas negativas durante todo el año, a pesar de la relativa recuperación de los precios del petróleo que en nuestras previsiones supone los 60 dólares/barril en febrero de 2018.

- El crecimiento esperado para el primer trimestre de 2017 (2.2 %) 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 aún así mejoraría ligeramente su crecimiento respecto al tercer trimestre hasta una tasa anual de -7.9 %.

Cuadro 2: Tasa anual de crecimiento 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 | -6.5 | -5.8 |
| Industria | 1.0 | 1.7 | 3.0 | 2.5 | 2.7 |
| Gas, agua,... | 3.4 | 3.0 | 0.1 | 3.1 | 3.4 |
| Construcción | 10.3 | 3.7 | 4.1 | 8.4 | 7.8 |
| Comercio | 5.0 | 4.6 | 1.8 | 3.7 | 3.4 |
| 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 | -8.1 |
| TOTAL | 4.4 | 3.1 | 2.0 | 2.5 | 2.2 |

Cuadro 3: 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 | -7.9 | -6.2 | -6.6 | -5.2 |
| Industria | 1.5 | 1.0 | 2.4 | 2.0 | 2.9 | 2.8 |
| Gas, agua,... | -1.3 | -0.5 | 0.7 | 4.5 | 3.8 | 3.7 |
| Construcción | 6.8 | 3.5 | 4.6 | 8.9 | 8.4 | 11.5 |
| Comercio | 0.8 | 1.6 | 3.0 | 3.8 | 3.8 | 4.2 |
| 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 | -3.5 | -3.7 | -7.6 |
| TOTAL | 1.2 | 1.6 | 2.2 | 2.5 | 2.8 | 2.5 |

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

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------|------|------|------|------|------|
| C. hogares | 4.3 | 3.2 | 2.1 | 3.8 | 5.8 |
| C. gobierno | 4.7 | 5.0 | 1.8 | 1.8 | 1.1 |
| FBK | 11.6 | 1.2 | -4.5 | 2.9 | -1.9 |
| Exportaciones | -1.5 | 1.2 | -0.9 | 4.5 | 7.3 |
| Importaciones | 7.9 | 1.4 | -6.2 | 3.7 | 6.1 |
| TOTAL | 4.4 | 3.1 | 2.0 | 2.5 | 2.2 |

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

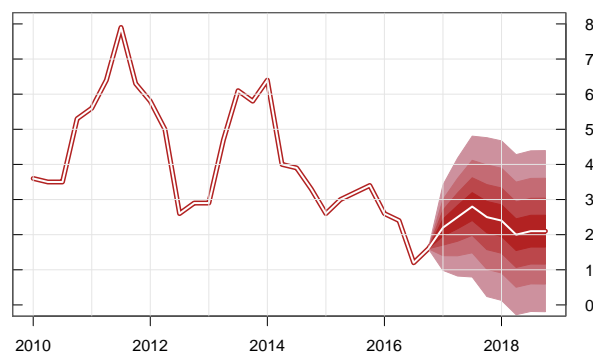
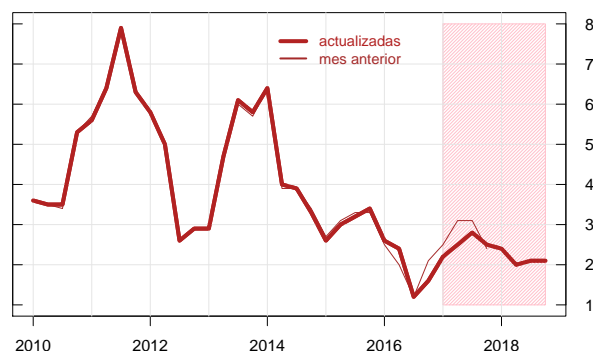


Figura 2: Cambio en las previsiones de la tasa anual de crecimiento del PIB, respecto a las estimadas el mes anterior



Cuadro 5: 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 | 2.4 | 3.4 | 4.5 | 5.1 |
| C. gobierno | 0.2 | 0.2 | 1.9 | 1.9 | 2.1 | 1.3 |
| FBK | -6.2 | -3.3 | 2.2 | 4.2 | 3.2 | 2.1 |
| Exportaciones | -2.8 | -3.2 | -0.8 | 3.0 | 7.3 | 8.8 |
| Importaciones | -11.1 | -4.2 | -0.7 | 4.1 | 5.2 | 6.4 |
| TOTAL | 1.2 | 1.6 | 2.2 | 2.5 | 2.8 | 2.5 |

- En los sectores de demanda (cuadro 4), el mayor crecimiento anual esperado para 2017 está en el sector de *exportaciones* con 4.5 %, respondiendo principalmente a la relativa mejora en el crecimiento económico mundial. Por el contrario, el menor crecimiento se espera en el *consumo final del gobierno* con 1.8 %. En cuanto a las expectativas para el primer trimestre de 2017 (cuadro 5), el mayor crecimiento, a pesar de los efectos negativos del IVA, correspondería al *consumo de los hogares*, con una tasa de 2.4 % y el menor crecimiento estaría en *exportaciones* con un -0.8 %.

2. Inflación

- La inflación total observada en febrero de 2017 (5.18 %) difirió en -0.17 puntos porcentuales respecto a nuestra predicción de 5.35 %, mientras la inflación básica (total sin alimentos) fue de 5.17 %, presentando una desviación de -0.08 puntos porcentuales respecto a nuestra predicción de 5.25 % (cuadro 6).
- Aunque la inflación 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 de modo que resultaría insuficiente para colocarse dentro del límite objetivo del Banco de la República. Incluso, en 2018, la previsión es peor a la esperada para 2017 y podría alcanzar el 6.2 %, con los precios de las *alimentos* y las *manufacturas* en niveles altos.
- Por sectores de inflación, la mayor desviación observada en febrero fue de -1.51 puntos porcentuales, correspondiente al sector de *alimentos frescos*, que volvió a mostrar por segundo mes consecutivo tasas negativas. Sin embargo, el sector de alimentos procesados

sigue mostrando tasas especialmente altas.

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

| | Pesos | Observado | Predicción | Δ |
|--------------|-------|-----------|------------|----------|
| Total | 100.0 | 5.2 | 5.3 | -0.2 |
| Básica | 71.8 | 5.2 | 5.2 | -0.1 |
| Alimentos | 28.2 | 5.2 | 5.7 | -0.5 |
| - Procesados | 20.0 | 7.6 | 7.7 | -0.0 |
| - Frescos | 8.2 | -0.3 | 1.2 | -1.5 |
| Manufacturas | 21.1 | 5.6 | 5.3 | 0.3 |
| Servicios | 44.1 | 5.2 | 5.2 | 0.1 |
| Energéticos | 6.7 | 3.8 | 5.3 | -1.4 |

Δ =observado-predicción

- A pesar de que las previsiones para el primer semestre de 2017 indican una moderación en la inflación total hasta alcanzar el 4.7 % en julio de 2017, la principal preocupación se centra en la evolución de la inflación básica (total sin alimentos) que se mantendría persistentemente por encima del 5.0 %. Este es el principal impedimento para volver a la senda del rango meta del 4.0 % fijado por el Banco de la República (cuadro 7 y figura 4).
- Para marzo se espera una nueva reducción en la tasa anual hasta el 4.8, y en la subyacente hasta 5. Por sectores, la inflación más alta se presentaría nuevamente en *manufacturas*, que sin embargo disminuiría su ritmo de crecimiento hasta el 5.4 % respecto al mes anterior, mientras que la inflación más baja correspondería al grupo de *productos energéticos* (3.1%).
- La figura 4 muestra que la previsión de los últimos doce meses para la inflación total y básica (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 de los meses de enero y febrero de 2017, las previsiones de ambos agregados han sufrido revisiones al alza, alejándolas nuevamente del objetivo del 4.0 %.
- Para el conjunto de 2017, se mantiene la previsión para la inflación total (5.4 %) y se revisa al alza en 0.2 puntos porcentuales la inflación básica esperada hasta 5.3 %, de forma que la probabilidad de que la inflación total anual

Cuadro 7: Tasa anual 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 | 5.4 | 5.3 | 5.8 | 5.8 | 5.1 | 5.1 |
| 2018 | 6.2 | 5.6 | 7.6 | 7.5 | 4.8 | 5.9 |
| 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 | 4.8 | 5.0 | 4.4 | 5.4 | 5.1 | 3.1 |
| Abr 2017 | 4.9 | 5.3 | 4.0 | 5.4 | 5.0 | 6.6 |
| May 2017 | 4.8 | 5.1 | 4.1 | 5.3 | 5.0 | 4.8 |
| Jun 2017 | 4.7 | 5.1 | 4.1 | 5.2 | 4.9 | 5.1 |
| Jul 2017 | 4.7 | 5.2 | 3.6 | 5.4 | 4.9 | 5.6 |
| Ago 2017 | 5.4 | 5.3 | 5.8 | 5.6 | 5.1 | 5.0 |
| Sep 2017 | 5.9 | 5.3 | 7.2 | 5.9 | 5.0 | 5.2 |
| Oct 2017 | 6.2 | 5.5 | 8.1 | 6.2 | 5.1 | 5.6 |
| Nov 2017 | 6.5 | 5.7 | 8.5 | 6.7 | 5.2 | 5.5 |
| Dic 2017 | 6.5 | 5.8 | 8.3 | 7.1 | 5.2 | 5.5 |
| Ene 2018 | 6.2 | 5.6 | 7.7 | 7.3 | 5.0 | 4.6 |
| Feb 2018 | 6.2 | 5.5 | 7.9 | 7.3 | 4.7 | 5.6 |
| Mar 2018 | 6.2 | 5.5 | 7.9 | 7.3 | 4.7 | 5.6 |
| Abr 2018 | 6.2 | 5.6 | 7.7 | 7.4 | 4.7 | 6.2 |
| May 2018 | 6.2 | 5.6 | 7.6 | 7.4 | 4.7 | 6.2 |
| Jun 2018 | 6.2 | 5.6 | 7.5 | 7.5 | 4.7 | 5.9 |
| Jul 2018 | 6.1 | 5.6 | 7.4 | 7.6 | 4.8 | 6.0 |
| Ago 2018 | 6.2 | 5.6 | 7.4 | 7.6 | 4.8 | 5.8 |
| Sep 2018 | 6.2 | 5.6 | 7.5 | 7.6 | 4.8 | 5.7 |
| Oct 2018 | 6.2 | 5.7 | 7.6 | 7.6 | 4.8 | 5.9 |
| Nov 2018 | 6.3 | 5.7 | 7.6 | 7.6 | 4.8 | 6.2 |
| Dic 2018 | 6.3 | 5.7 | 7.7 | 7.6 | 4.8 | 6.5 |

* Las zonas sombreadas corresponden a predicciones

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

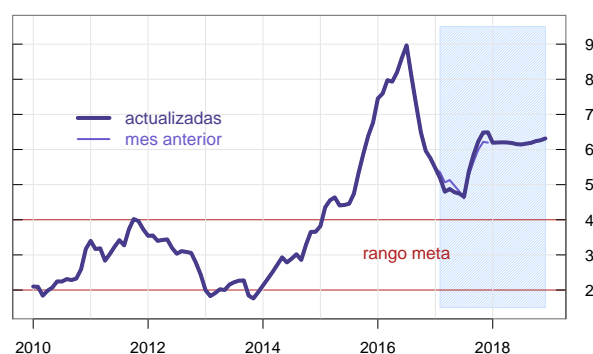


Figura 4: Cambio en las previsiones de inflación total anual para 2017 en los últimos doce meses (el actual corresponde al dato observado)

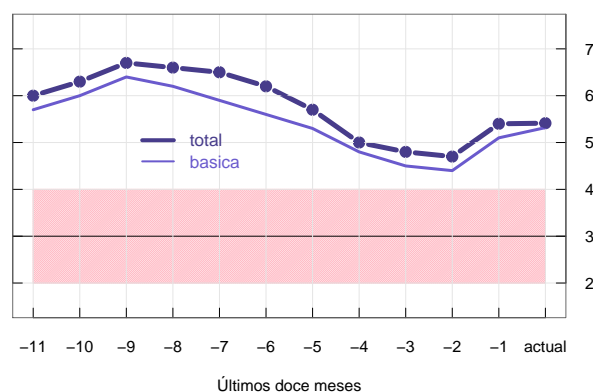
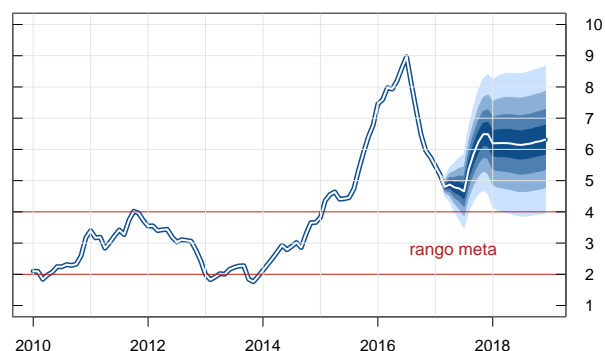


Figura 5: Inflación anual total junto con sus intervalos de probabilidad al 20, 40, 60 y 80 %



del presente año termine dentro del rango meta fijado por el Banco de la República es baja (figura 5).

- La Figura 7 muestra la elevada contribución de la inflación en *alimentos* en la inflación total 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 5.3 % en la inflación básica y de 2.5 % en el crecimiento del PIB, la probabilidad de que el Banco de la República reduzca su tasa de intervención (respuesta sistemática de la política monetaria) en los próximos meses es baja. La situación empeoraría para 2018, de mantenerse las actuales previsiones de crecimiento del PIB e inflación para ese año, presionando la tasa de intervención a niveles incluso superiores al 8.0 %. (figura 8).

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

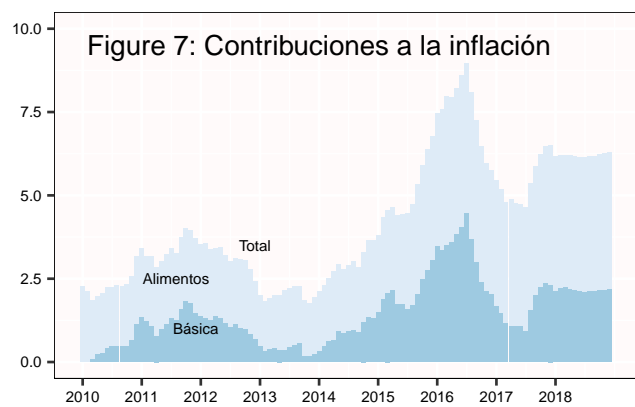
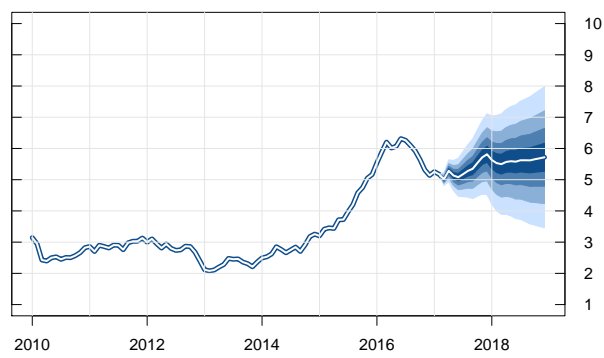


Figura 8: Tasa de intervención

