



◆ Coyuntura de la economía colombiana*

Esta es la primera edición de una nueva publicación del Gerente General del Banco de la República dirigida a ciudadanos, analistas e inversionistas nacionales y extranjeros interesados en conocer los acontecimientos más recientes de la coyuntura económica colombiana y sus implicaciones para la toma de decisiones de política monetaria. Se publicará trimestralmente en español y en inglés, y el Anexo Estadístico se actualizará mensualmente.

◆ Resumen ejecutivo

Desde mediados de 2014 Colombia ha tenido que ajustarse a varios eventos adversos de diversa índole y magnitud, originados en el frente externo y en el interno. Por fortuna, la economía colombiana ha respondido mejor que la de otros países de la región, los cuales han experimentado eventos similares. El ajuste ordenado de nuestro país ante estos choques ha sido posible, en gran parte, por las adecuadas respuestas de política económica, tanto de carácter monetario como fiscal; por la robustez del sistema financiero y por la existencia de otros mecanismos naturales de estabilización, como la flexibilidad del tipo de cambio. Han sido tres los choques externos: el primero, y tal vez el de mayor impacto por su magnitud y naturaleza, al ser de carácter permanente, fue la fuerte caída que desde mediados de 2014 registraron los precios internacionales de los principales bienes exportados, en especial el petróleo, lo cual incidió de manera negativa sobre los términos de intercambio. Hacia el futuro cercano los precios del petróleo continuarán en niveles bajos, lo que implica un cambio permanente en la estructura de la economía. El segundo fue la desaceleración de las economías de nuestros principales socios comerciales, y el tercero está relacionado con los mayores costos de financiamiento externo ante el incremento de

* Esta nota editorial es tomada del Informe Trimestral del Gerente del mes de abril de 2017.

la prima de riesgo país y la depreciación de la moneda como consecuencia de los dos sucesos anteriores.

A estos eventos extremos se sumaron otros de origen interno que se presentaron a finales de 2015 y en 2016: el efecto climático de un fenómeno de El Niño severo que se observó desde mediados de 2015, junto con un paro camionero que afectó gran parte del país en junio y julio de 2016. Estos choques internos, aunque tuvieron un carácter transitorio, profundizaron el deterioro de las principales variables macroeconómicas del país. El efecto combinado de estos eventos profundizó los desequilibrios macroeconómicos ya existentes en el país, a los cuales es necesario que la economía se ajuste para que pueda crecer a su potencial. Como se anotó, el choque petrolero implicó un deterioro considerable de los términos de intercambio del país, lo que llevó a una ampliación del desequilibrio de la cuenta corriente y, al mismo tiempo, a un deterioro de las finanzas públicas, dada su alta dependencia de los ingresos petroleros. Los menores ingresos provenientes de las exportaciones y los aumentos en la prima de riesgo del país generaron una importante depreciación del peso; esta, junto con los choques de oferta internos y la activación de mecanismos de indexación, generó un incremento en la inflación, llevándola a ubicarse por fuera del rango meta establecido por el Banco de la República (2 a 4%).

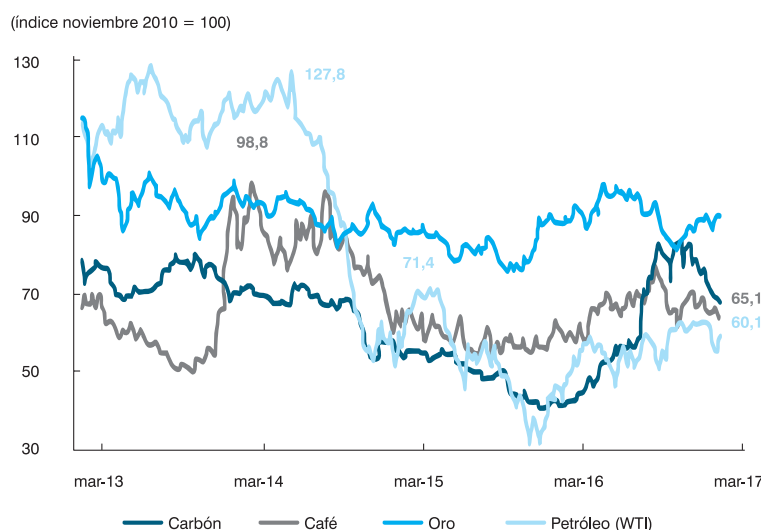
El deterioro del ingreso nacional y los ajustes de gasto del Gobierno, dadas las menores rentas petroleras, así como la respuesta de la economía a las políticas monetaria y fiscal, implicaron un debilitamiento de la demanda interna. Esto último, unido a la frágil demanda externa, condujo a una marcada desaceleración del crecimiento económico en los últimos dos años, que se vio acompañada por altos niveles de inflación.

Lo anterior representó un fuerte dilema para las autoridades y para la respuesta de la política monetaria. En un comienzo, con el fin de hacer converger la inflación de nuevo a la meta del Banco de la República y de mantener controladas las expectativas de inflación, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) inició un ciclo alcista de la tasa de interés de política, llevándola desde 4,5% en septiembre de 2015 hasta 7,75% en julio de 2016. Sin embargo, dichos incrementos fueron moderados con el objetivo de no estrangular el crecimiento de la economía, lo que implicó el incumplimiento de la meta de inflación en 2015 y 2016 y una convergencia más lenta hacia esta. Desde finales del año anterior la inflación empezó a ceder y en la medida en que diferentes indicadores de actividad económica sugieren que la desaceleración podría ser mayor a la esperada, la JDBR comenzó un ciclo a la baja de su tasa de referencia, ubicándola en 6,5% en su reunión de abril pasado. La respuesta de la política monetaria ha tenido que ajustarse a las nuevas condiciones de la economía, caracterizadas por una alta inflación y una desaceleración de la actividad económica. Hacia finales del presente año se espera que las presiones inflacionarias hayan cedido, y que la inflación se encuentre de nuevo cerca del rango meta de 2% a 4%, y en el camino hacia la meta puntual de largo plazo de 3%. En ese escenario la política monetaria podrá apoyar más decididamente la dinámica del crecimiento para que este llegue a su potencial. Sin embargo, para que la economía pueda crecer a tasas satisfactorias se necesita mucho más que bajar la tasa de política. Para lograr este objetivo se requieren reformas estructurales que no dependen del Banco de la República sino del Gobierno, los empresarios y la sociedad en general.

◆ 1. El choque a los términos de intercambio y el ajuste de la economía

La caída de los términos de intercambio que enfrentó Colombia desde la segunda mitad de 2014 y que se profundizó en 2015 se originó, principalmente, en la baja sorpresiva y de gran magnitud en el precio internacional del petróleo. Entre el tercer trimestre de 2014 y el primero de 2016 este acumuló un descenso cercano al 70%, luego del cual los precios comenzaron a repuntar levemente ante los menores niveles de producción mundial¹. La cotización de la referencia WTI pasó de USD 97,6 por barril en promedio en 2013 a USD 44,5 por barril en promedio en 2016. En lo corrido de 2017 este se ha ubicado alrededor de los USD 52 el barril en promedio. Los precios de los otros productos de exportación de Colombia también registraron descensos, aunque no en la misma magnitud que el crudo (Gráfico 1).

Gráfico 1
Precios de los principales bienes exportados



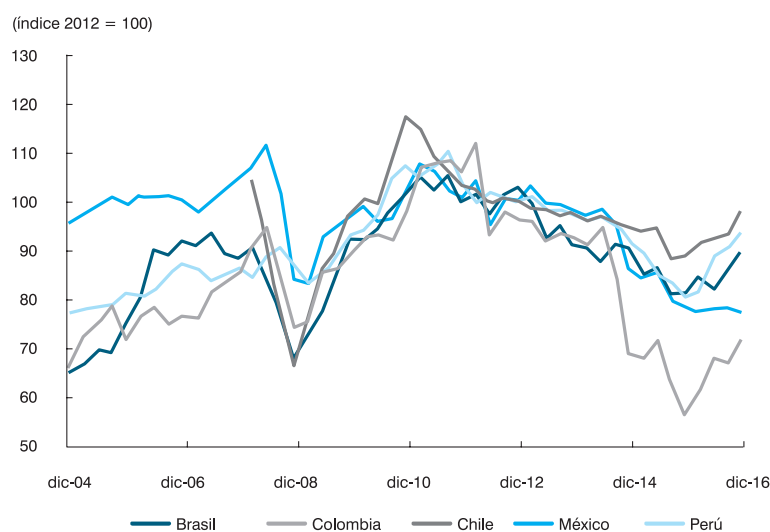
Fuente: Bloomberg.

Los términos de intercambio disminuyeron cerca de 46% entre junio de 2014 y principios de 2016 (Gráfico 2). El deterioro del ingreso nacional hizo más evidente los desbalances que registraba la economía, reflejados, entre otros, en un elevado déficit de la cuenta corriente, y en un endeudamiento relativo al PIB y en unos precios de los activos en niveles históricamente altos. Los menores precios de las exportaciones así como la reducción de sus cantidades llevaron a que el valor de las ventas externas totales del país cayera 47% en 2016 frente al valor promedio registrado en el

¹ A finales de 2016 los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) firmaron un acuerdo para reducir la producción de petróleo. Posteriormente, otro acuerdo con los países no miembros fue firmado en la misma dirección.

año previo al choque (2013)². Como resultado el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de 3,2% del PIB en 2013 a 6,4% en 2015³, a pesar de la fuerte reducción de los egresos por rentas de factores de las empresas con capital extranjero⁴, principalmente del sector petrolero. Los menores ingresos externos (tanto por exportaciones como por la menor inversión extranjera directa⁵) junto con los incrementos en las primas de riesgo del país, generaron una fuerte devaluación nominal del peso. La tasa de cambio aumentó cerca del 90% entre mediados de 2014 y febrero de 2016⁶, cuando alcanzó su nivel máximo: por encima de los 3.400 pesos por dólar (Gráfico 3). La fuerte depreciación acumulada del peso y el menor crecimiento de la demanda interna llevaron a una disminución marcada en las importaciones, constituyéndose en el principal factor de la reducción del déficit de la cuenta corriente, al pasar de 6,4% del producto interno bruto (PIB) en 2015 (USD 18.922 millones) a 4,4% (USD 12.541 millones) en 2016 (Gráfico 4). Las rentas petroleras, que representaban cerca del 20% de los ingresos totales del Gobierno

Gráfico 2
Términos de intercambio



Fuente: Datastream.

² En 2013 el petróleo representaba el 55% del valor total exportado, el 30% de la inversión extranjera directa y el 19,6% de los ingresos del Gobierno.

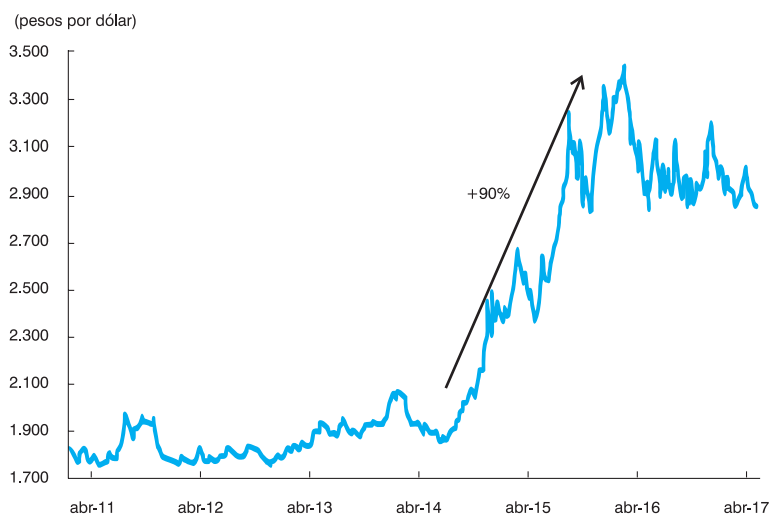
³ En dólares el déficit de la cuenta corriente pasó de USD 12.449 millones en 2013 a USD 18.922 millones en 2015. El mayor incremento como proporción del PIB se explica, en gran parte, por el efecto de la depreciación nominal del peso sobre la medición del PIB en dólares.

⁴ Los egresos en dólares por renta de factores pasaron de USD 16.637 millones en 2014 a USD 10.009 millones en 2015.

⁵ La inversión extranjera directa disminuyó 27% entre 2014 y 2015, al pasar de USD 16.163 millones a USD 11.732 millones, principalmente por la menor inversión en el sector petrolero.

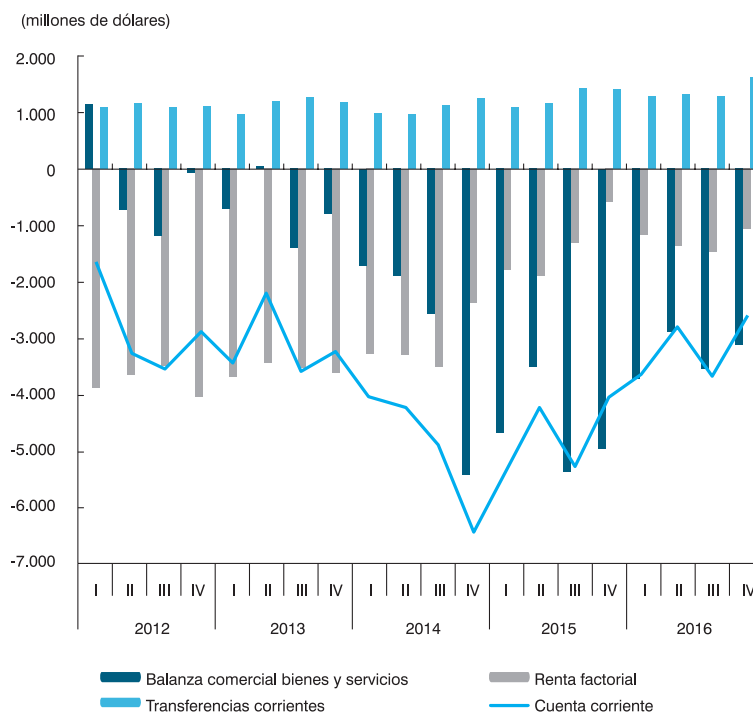
⁶ Si se comparan los niveles diarios mínimo y máximo alcanzados en dicho período.

Gráfico 3
Tasa de cambio nominal



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4
Cuenta corriente y sus componentes



Fuente: Banco de la República.

en 2013 (3,3% del PIB) pasaron a ser 6,9% en 2015 (1,1% del PIB) y prácticamente desaparecieron en 2016⁷.

En parte por ello, el déficit fiscal pasó de 2,4% del PIB en 2014 a 4,0% en 2016, a pesar del ajuste en el gasto corriente y la inversión y del aumento de algunos tributos⁸ propuestos por el Ejecutivo y tramitados en el Congreso. El mayor déficit y los altos intereses generados por la depreciación elevaron la deuda del Gobierno desde 35% del PIB en 2013 hasta 44% en 2016. Los ajustes externo y fiscal, así como la pérdida de dinamismo del ingreso nacional, se tradujeron en un deterioro de la demanda interna. Esto, junto con una demanda externa débil, condujo a una desaceleración de la economía, la cual pasó de crecer 4,4% en 2014 a 2,0% en 2016. En particular, el menor ingreso de los hogares, el ajuste del gasto público, los mayores costos de financiamiento, la depreciación real del peso y la caída de la confianza de los consumidores explican el debilitamiento del consumo. Asimismo, la inversión se vio afectada por la reducción en los proyectos del sector petrolero y minero, por el ajuste de la inversión pública y por las menores importaciones de bienes de capital, dada la depreciación del peso.

◆ 2. Desempeño de la economía colombiana en 2016 y lo corrido de 2017

Durante 2016 continuó el proceso de ajuste de manera relativamente ordenada y según lo estimado. Los desbalances macroeconómicos, que se reflejaron en el deterioro del ingreso nacional, en la depreciación del peso, en el incremento de la inflación y en el debilitamiento de la actividad económica, continuaron a lo largo del año, pero comenzaron a ceder en el segundo semestre. Para 2017 se espera que este proceso de corrección continúe, en particular, el que se viene registrando en los sectores productores de bienes y servicios no transables y transables diferentes al petróleo. Una vez este proceso se complete, la economía retornará a su senda de crecimiento potencial y la inflación convergerá a la meta de largo plazo fijada por el Banco de la República.

2.1 Inflación

La inflación anual al consumidor registró un crecimiento continuo en los últimos dos años, pero comenzó a disminuir a partir de agosto de 2016. Las presiones inflacionarias (todas ellas transitorias) generadas por la depreciación acumulada del peso, el fenómeno de El Niño y el paro camionero de mediados de 2016, afectaron fuertemente los precios desde finales de 2014 y llevaron a que la inflación pasara de 3,66% en dicho año a 6,77% al cierre de 2015, alcanzando un nivel máximo⁹ de 9% en julio de 2016.

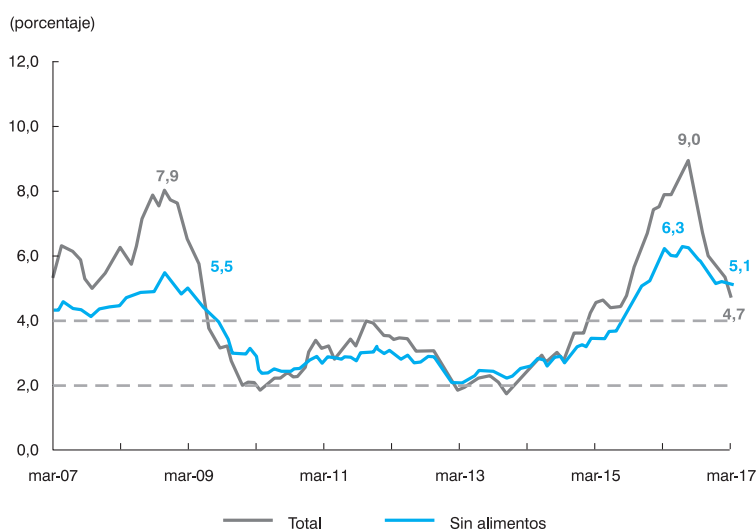
Desde la segunda mitad de 2016 se empezó a registrar una marcada tendencia descendente de la inflación, atribuible tanto a la disolución del impacto de los choques transitorios mencionados, como al efecto de la política monetaria restrictiva

⁷ En 2016 el valor de la renta petrolera fue negativo (-0,6%), básicamente por la devolución de impuestos.

⁸ A finales de 2014 el Gobierno tramitó una minirreforma tributaria, mediante la cual se creó un impuesto transitorio a la riqueza y se aumentó la tarifa del impuesto sobre la renta para la equidad (CREE), entre otros. Además, en 2016 el Gobierno realizó un recorte de la inversión de un punto porcentual del PIB.

⁹ El máximo de los últimos dieciséis años.

Gráfico 5
Inflación total al consumidor e inflación sin alimentos (anual)

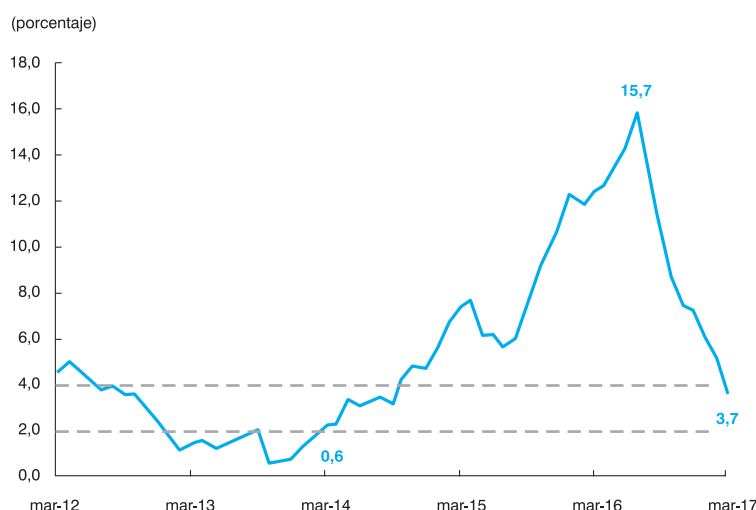


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

del Banco de la República iniciada en septiembre de 2015 y que se prolongó hasta mediados de 2016. De esta manera, la inflación total anual en diciembre de 2016 se ubicó en 5,75% y a marzo de 2017 había descendido a 4,7%. La inflación sin alimentos, por su parte, llegó a niveles cercanos al 6,3% anual a mediados de 2016 y terminó el año en niveles cercanos a los de la inflación total (5,14%); en marzo de este año se ubicó en 5,13% (Gráfico 5). La principal fuente de presiones inflacionarias fue el fenómeno de El Niño, uno de los más severos de los últimos cincuenta años, el cual comenzó en la segunda mitad de 2015 y se extendió a la primera parte de 2016. Sus efectos sobre la oferta agropecuaria y sobre el precio de los alimentos, en especial sobre los perecederos, más sensibles al clima, fueron considerables. A este choque se sumó el paro camionero de mitad de año, el cual tuvo un impacto transitorio sobre el abastecimiento y el precio de los alimentos. De esta forma, la variación anual de los precios de los alimentos pasó de 4,7% en diciembre de 2014 a 10,9% al cierre de 2015, alcanzando un nivel máximo de 15,7% en julio de 2016. Los choques fueron transitorios y finalmente las presiones comenzaron a ceder, lo que se reflejó en menores incrementos de los precios de los alimentos, 7,2% a finales de 2016 y 3,7% en marzo de este año (Gráfico 6).

La depreciación del peso, que comenzó en el segundo semestre de 2014 y que continuó hasta el primer trimestre de 2016, fue otra de las fuentes de la alta inflación. Esta no solo afectó directamente los precios de los bienes transables, sino que también se transmitió a los precios de bienes no transables y regulados vía los mayores costos de insumos y de materias primas importadas. En el caso de los bienes transables (sin alimentos ni regulados) la inflación alcanzó un nivel máximo de 7,9% en junio pasado, luego de haberse ubicado en 7,1% a finales de 2015 y en 2,0% en 2014. En el segundo semestre de 2016 esta descendió hasta llegar a 5,3% en diciembre,

Gráfico 6
Inflación anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

reflejando una mayor estabilidad de la tasa de cambio y ajustes más moderados en los precios. Infortunadamente, los choques transitorios mencionados han generado efectos de carácter persistente sobre la inflación. Dichos choques aumentaron las expectativas de inflación activando así diversos mecanismos de indexación, reflejados en los ajustes salariales y en los precios, lo que se ha manifestado en una persistencia de la inflación. De esta manera, se han generado efectos de segunda ronda sobre los precios de otros productos y servicios de la economía, como la salud, la educación y los arriendos (Gráfico 7, paneles A y B).

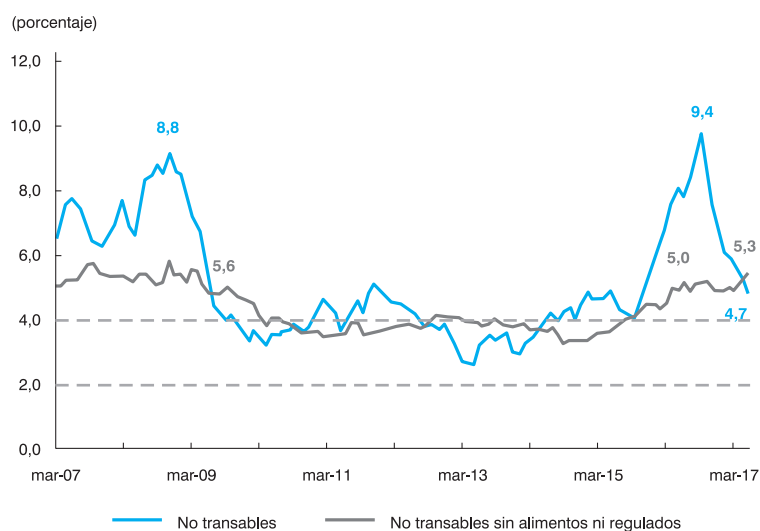
En lo corrido de 2017 al mes de marzo, la tendencia decreciente de la inflación ha continuado, debido a los menores incrementos en los precios de los alimentos (5,97% en enero, 5,21% en febrero y 3,65% en marzo). En particular, las caídas cercanas al 10% anual observadas en estos meses en los precios de los alimentos perecederos son una clara señal de que los efectos del choque climático más reciente están desapareciendo. Aunque la depreciación acumulada de la tasa de cambio también ha dejado de tener impacto sobre la evolución de los precios, la variación anual de los precios de los bienes transables, que había disminuido considerablemente a final del año pasado, ha mostrado leves incrementos en lo corrido del presente. Ello podría atribuirse al impacto de la reciente reforma tributaria y a la entrada en vigencia de la Ley de Licores. Estos dos últimos acontecimientos constituyen también eventos transitorios, cuyo efecto posiblemente desaparezca a comienzos de 2018.

2.2 Crecimiento

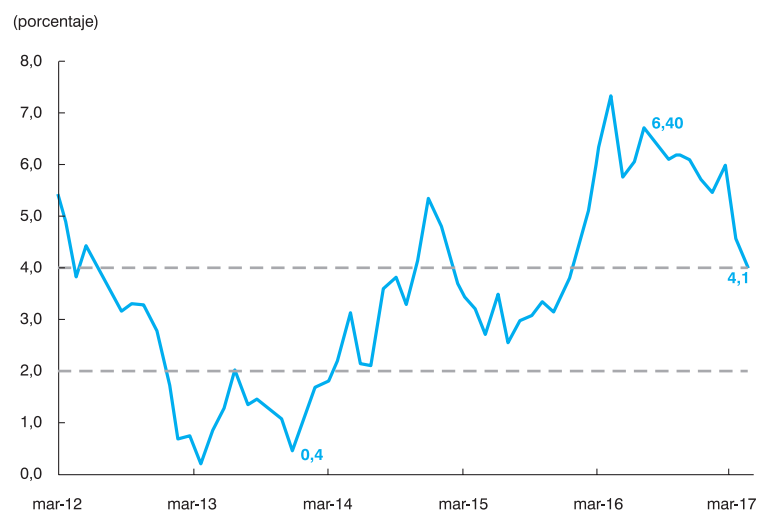
La demanda interna ha dado señales de decaimiento, como resultado del comportamiento del ingreso nacional (Cuadro 1). Sin embargo, a esto también ha contribuido el impacto de las políticas que ha sido necesario adoptar para evitar un desbordamiento de los desequilibrios de la economía. La demanda interna creció 6,0% en

Gráfico 7

A. Inflación anual total de no transables y de no transables sin alimentos ni regulados



B. Inflación anual de regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

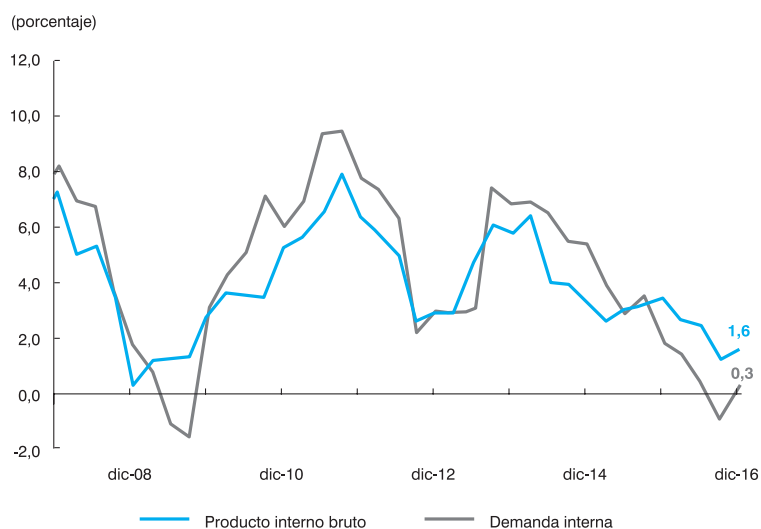
2014, 3,0% en 2015 y se estancó en 2016 (Gráfico 8), lo que junto a una demanda externa débil llevó a que el crecimiento de la economía en 2016 (2,0%) se ubicara por debajo del registrado en 2015 (3,1%). Este resultado era de alguna manera previsible, ya que la desaceleración ocurrió, en parte, como respuesta a la menor dinámica del ingreso frente a la que tenía el país antes de la caída del precio del petróleo. La inversión creció 11,6% en 2014, 1,2% en 2015, y se contrajo 4,5% en 2016.

Cuadro 1
Crecimiento del PIB por el lado de la demanda
(porcentaje)

	2015	2016
Consumo total	3,6	2,0
Consumo de hogares	3,5	2,0
Bienes no durables	3,7	2,1
Bienes semidurables	2,0	-
Bienes durables	5,1	(0,8)
Servicios	3,5	2,7
Consumo final del Gobierno	5,0	1,8
Formación bruta de capital	1,2	(4,5)
Formación bruta de capital fijo	1,8	(3,6)
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(0,7)	4,2
Maquinaria y equipo	(4,1)	(15,1)
Equipo de transporte	0,1	(11,9)
Construcción y edificaciones	2,6	5,6
Obras civiles	5,3	2,4
Servicios	2,8	1,8
Demanda interna	3,0	0,3
Exportaciones totales	1,2	(0,9)
Importaciones totales	1,4	(6,2)
Producto interno bruto	3,1	2,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

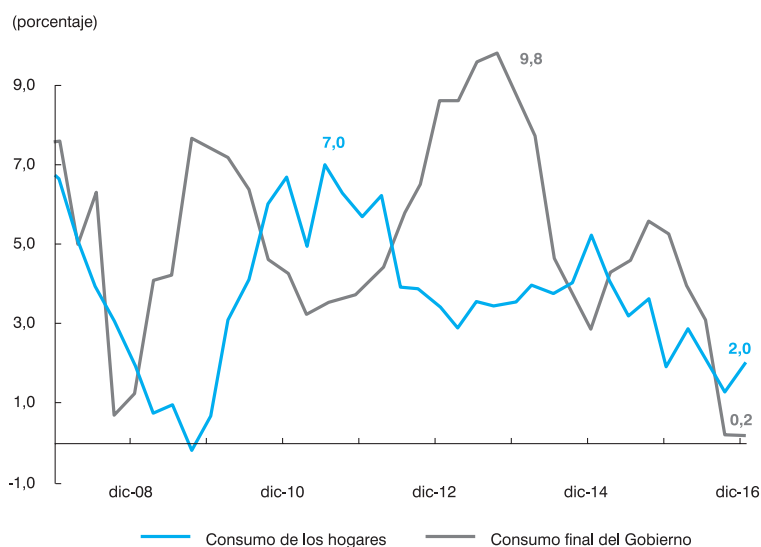
Gráfico 8
Crecimiento real anual del PIB y la demanda interna



Fuente: DANE.

Dentro de los principales rubros que se deterioraron se encuentran la inversión en maquinaria y equipo, y en equipo de transporte, en parte debido a la menor rentabilidad del sector petrolero y minero, la depreciación acumulada y los mayores costos de financiamiento. La disminución de estas inversiones fue levemente compensada por la mayor inversión en construcción, estimulada por los distintos programas del Gobierno para impulsar la construcción de vivienda de interés social, y por el mayor gasto en infraestructura de los gobiernos locales y regionales. El consumo total pasó de crecer 4,4% en 2014 a apenas 2,0% en 2016, debido a la moderación en el gasto de los hogares y del gobierno (Gráfico 9). El menor crecimiento del consumo privado ocurrió, en parte, como respuesta a la pérdida de capacidad de compra de los ingresos reales. La depreciación del peso, por su parte, desincentivó la compra de productos importados. El bajo crecimiento del consumo público (1,8%) obedeció principalmente al ajuste del gasto del Gobierno como consecuencia de la caída de las rentas petroleras. Por el lado de la demanda externa, en 2016 las exportaciones cayeron en términos reales un 0,9%, no solo por la menor producción de petróleo sino por la dificultad para vender otros productos al exterior ante la débil demanda de los socios comerciales del país. En el año la producción de crudo fue de 885,7 miles de barriles diarios y se contrajo 11,1%. Lo anterior fue compensado por la contracción de las importaciones de 6,2% en términos reales, lo que permitió un aporte positivo de la balanza comercial al crecimiento del PIB. Al analizar el comportamiento de los distintos sectores, con excepción del buen desempeño de los servicios financieros, de la construcción y de la industria, los cuales crecieron 5,0%, 4,1% y 3,0%, respectivamente, se observó una desaceleración de las demás ramas de la actividad económica, las cuales en 2016 registraron una expansión menor a la del promedio de los últimos diez años (Cuadro 2). La producción de los sectores transables mostró un

Gráfico 9
Crecimiento real anual del consumo



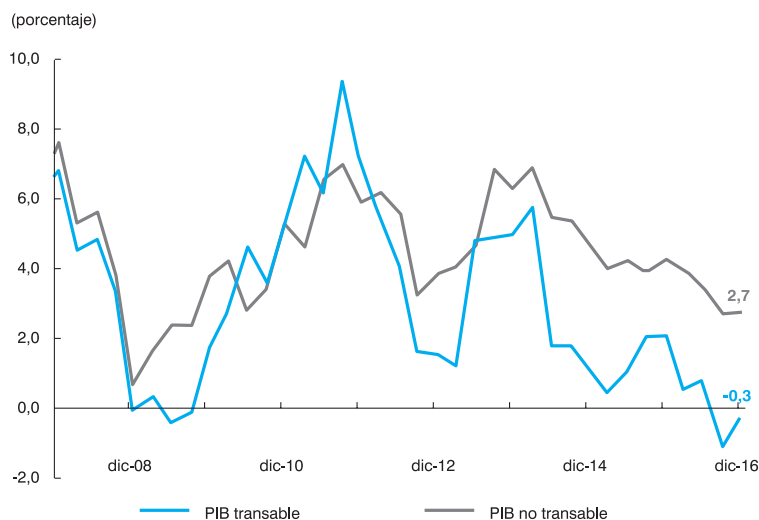
Fuente: DANE.

Cuadro 2
Crecimiento del PIB por ramas de actividad económica
(porcentaje)

Rama de actividad	2015	2016
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,3	0,5
Explotación de minas y canteras	0,6	(6,5)
Industria manufacturera	1,2	3,0
Electricidad, gas y agua	2,9	0,1
Construcción	3,9	4,1
Edificaciones	2,1	6,0
Obras civiles	5,4	2,4
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	4,1	1,8
Transporte, almacenamiento y comunicación	1,4	(0,1)
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,3	5,0
Servicios sociales, comunales y personales	2,9	2,2
Subtotal valor agregado	3,0	1,9
Impuestos menos subsidios	4,0	2,2
Producto interno bruto	3,1	2,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 10
Crecimiento real anual del PIB transable y no transable



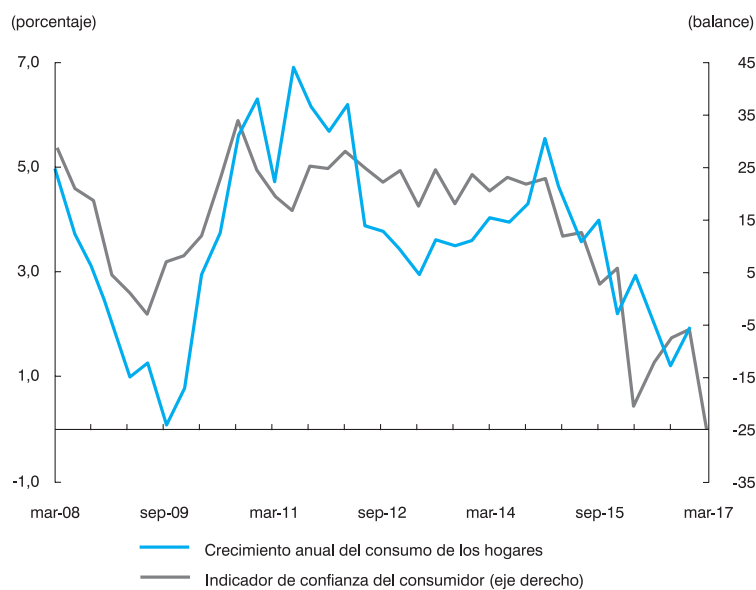
Fuente: DANE.

estancamiento frente al crecimiento de 1,4% del año anterior, como resultado principalmente de la menor actividad minera. Por su parte, las actividades no transables se desaceleraron de 4,1% en 2015 a 3,2% en 2016 (Gráfico 10). Para lo corrido del año, los indicadores recientes de actividad económica, como las ventas al por menor, la producción industrial y la confianza del consumidor, sugieren que el debilitamiento

de la economía ha continuado (Gráfico 11). En particular, los bajos niveles de confianza de los hogares observados podrían afectar los planes de consumo durante el resto del año. Desde mediados de 2016, en el mercado laboral se ha registrado una leve tendencia creciente de la tasa de desempleo.

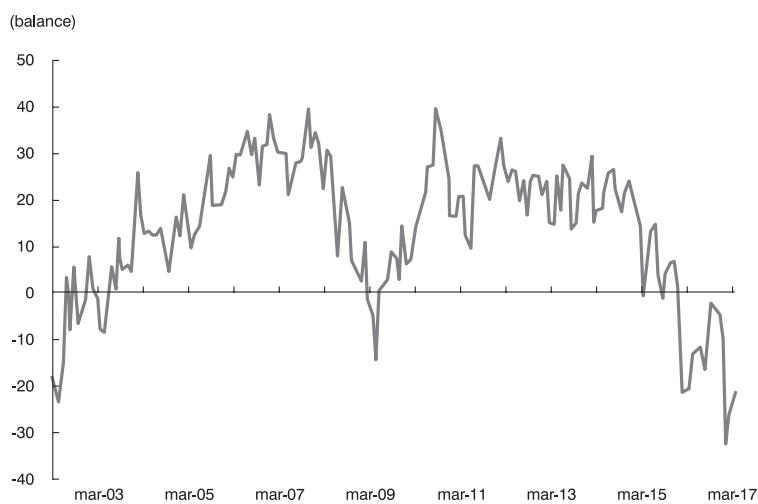
Gráfico 11

A. Indicador de confianza del consumidor y consumo de los hogares



Fuentes: Fedesarrollo y DANE.

B. Indicador mensual de confianza del consumidor

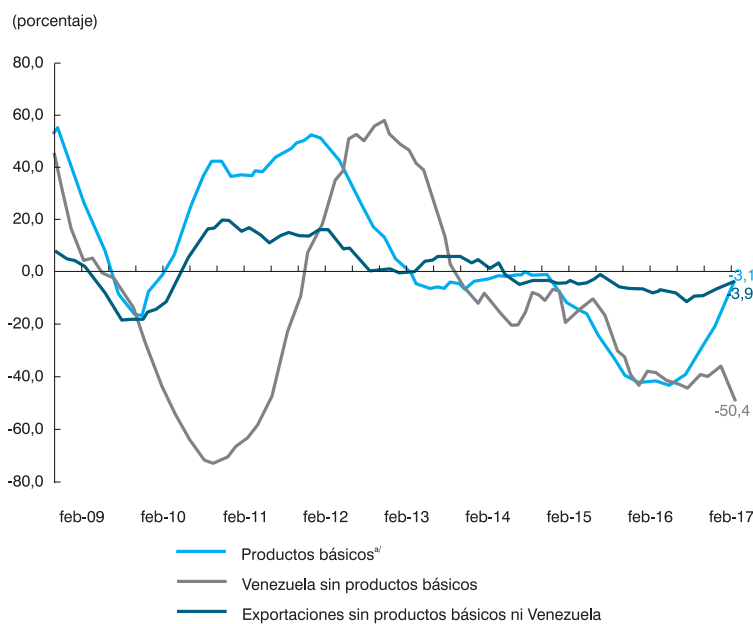


Fuente: Fedesarrollo.

2.3 Sector externo y Comercio

La menor dinámica del ingreso nacional y la desaceleración de la demanda interna implicaron una considerable reducción del déficit de la cuenta corriente durante 2016, como consecuencia de la mayor caída de los egresos corrientes frente a la de los ingresos. La elevada participación de las importaciones y de las exportaciones de bienes dentro del total de egresos e ingresos corrientes del país implica que la dinámica de la cuenta corriente fue relativamente similar a la de la balanza comercial. Es así como en 2016 la reducción del déficit comercial de bienes y servicios de 28% (USD 5.225 millones), explicó cerca del 85% de la disminución del déficit corriente (USD 6.239 millones). Dicho resultado se debió a la caída del 17% anual de las importaciones de bienes, la cuales pasaron de USD 52.050 millones en 2015 a USD 43.226 millones en 2016, como respuesta a la menor demanda interna y a la depreciación real del peso. Dicho comportamiento fue generalizado, destacándose la caída en las compras externas de insumos y bienes de capital para la industria y las de equipo de transporte. Las exportaciones de bienes se contrajeron 13,4% (USD 5.115 millones) en 2016, debido en gran parte a las menores ventas externas de petróleo crudo por USD 4.774 millones, causadas principalmente por el menor precio de exportación y en menor medida por la caída del volumen despachado. Las exportaciones de bienes industriales también presentaron una reducción, aunque de menor magnitud (USD 880 millones) (Gráfico 12). Durante 2016 las entradas netas de capital alcanzaron los USD 12.764 millones en el año, inferiores en USD 5.529 a las observadas el año anterior. Dichos ingresos se explican, en gran parte, por entradas

Gráfico 12
Crecimiento anual de las exportaciones en dólares



a/ Considera petróleo y derivados, carbón, ferróníquel, oro, café, banano y flores.

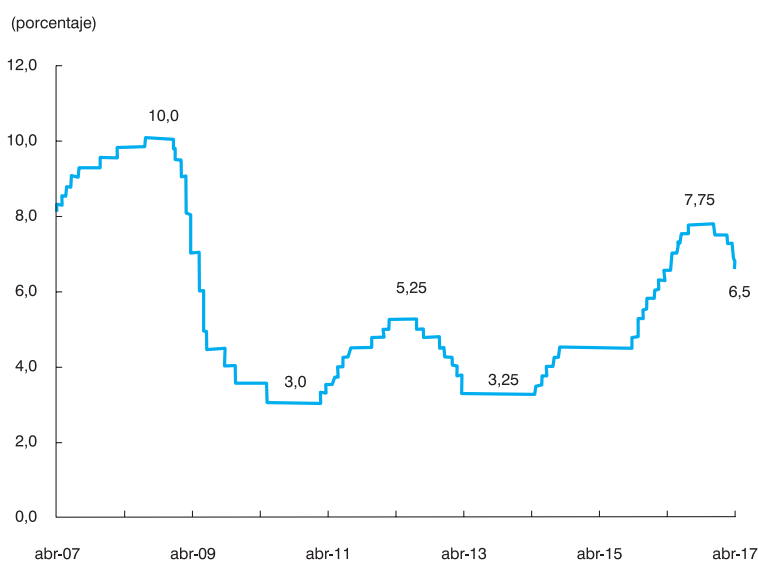
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de USD 13.593 millones de inversión extranjera directa (56% del total de ingresos externos), y en menor medida por la inversión de portafolio en el mercado local (24% del total). Estos ingresos de capital extranjero al país muestran que, a pesar del ajuste macroeconómico, Colombia continúa presentando un desbalance entre ahorro e inversión, lo que hace necesario acudir al ahorro externo para financiar las necesidades de gasto de la economía.

2.4 Política monetaria, tasas de interés y crédito

Entre septiembre de 2015 y mediados de 2016 el Banco de la República aumentó en 325 puntos básicos (pb) la tasa de interés de referencia para controlar la inflación y evitar que las expectativas se desanclaran¹⁰. Dichas alzas se transmitieron con mayor intensidad a las tasas de los créditos comerciales y en menor medida a las de los créditos a los hogares. A medida que el panorama inflacionario se ha ido despejando, y al evaluar el balance de riesgos entre el crecimiento esperado y las expectativas de inflación, la JDBR comenzó a disminuir la tasa de interés de política. Así, en las reuniones de diciembre de 2016 y en las de febrero y marzo de 2017 decidió reducirla en 25 pb en cada ocasión, y en la más reciente la redujo 50 pb, ubicándola actualmente en 6,5% (Gráfico 13). En la medida en que continúe la convergencia de la inflación a la meta del Banco de la República, y que la nueva información económica lo permita, la JDBR definirá el ritmo al cual se irá estipulando la reducción de la tasa de política. El nivel

Gráfico 13
Tasa de interés de política



Fuente: Banco de la República.

¹⁰ Aunque las expectativas de inflación aumentaron, estas nunca alcanzaron el alto nivel al que llegó la inflación, lo que refleja la credibilidad de los agentes de la economía en la política del Banco de la República.

de endeudamiento¹¹ de los agentes de la economía colombiana, como porcentaje del PIB, tendió a estabilizarse en 2016 en los niveles históricamente altos alcanzados el año anterior (62%). Dicho endeudamiento registró un modesto crecimiento, alrededor del 1% real, como resultado tanto de la desaceleración de la cartera de las empresas como del mayor ritmo de crecimiento de la de los hogares. A lo largo del año se observó un deterioro de los indicadores de calidad de la cartera¹², por encima del promedio de los últimos cinco años, dado el menor ritmo de crecimiento de la cartera total y el aumento de la cartera riesgosa y vencida¹³. Sin embargo, los indicadores de calidad se mantienen en niveles bajos y manejables¹⁴. Lo anterior, junto con unos indicadores de liquidez y solvencia en niveles adecuados, da señales de la solidez del sistema financiero colombiano.

2.5 Política fiscal

Ante la perspectiva de un mayor deterioro de las finanzas públicas, el riesgo de incumplir la regla fiscal y la necesidad de asegurar la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo, a finales de año se aprobó la reforma tributaria. Con esta el Gobierno espera aumentar gradualmente el recaudo tributario, pasando de 0,7% del PIB en 2017 hasta alcanzar 3,1% en 2022. Estos ingresos adicionales se originarían principalmente en el incremento de la tarifa general del impuesto del valor agregado (IVA) de 16% a 19%, la creación del impuesto a los dividendos, y el establecimiento como impuesto permanente del gravamen a los movimientos financieros. Los mayores ingresos esperados y un leve ajuste a los gastos de funcionamiento y de inversión implicarían una reducción del déficit fiscal del Gobierno Central, alcanzando un 3,3% del PIB en 2017. Debido a los impactos esperados sobre la economía en general y sobre las finanzas públicas en particular, se eleva la probabilidad de que Colombia cumpla con la regla fiscal hoy y en el futuro, una de las razones fundamentales por las cuales las agencias calificadoras de riesgo han mejorado las perspectivas del país. Hacia el futuro el desbalance fiscal seguirá siendo un aspecto importante de la estabilización macroeconómica. Por eso no se puede bajar la guardia en este frente y es necesario pensar en reformas estructurales de más largo plazo que permitan generar un crecimiento sostenible mayor al actual.

¹¹ Este endeudamiento incluye el crédito bancario en moneda nacional y extranjera, la colocación de bonos en el mercado interno y externo, así como la financiación externa directa. No incluye el gobierno nacional.

¹² El indicador de calidad por riesgo (ICR) se define como la proporción de la cartera riesgosa (todos los créditos con calificación diferente de A) en relación con la cartera total. El indicador de calidad por mora (ICM) se refiere a la relación entre la cartera vencida (los créditos que se han dejado de pagar por un período igual o mayor a treinta días) y la total. Cuando dicha relación incluye los castigos, tiene en cuenta los activos que se consideran incobrables o perdidos y que han sido sacados del balance de resultados.

¹³ El crecimiento de la cartera riesgosa se aceleró en 2016 frente al registrado un año atrás, y en diciembre creció a una tasa real anual de 21,3%. Por su parte, el ritmo de crecimiento de la cartera vencida aumentó desde junio de 2016, cerrando el año con un crecimiento real anual de 13,6%, siendo las carteras de consumo y la de vivienda las que registraron las mayores tasas de crecimiento (19,8% y 19,4%).

¹⁴ Los indicadores de calidad por riesgo y por mora (con y sin castigos) se ubicaron a finales de 2016 en 7,9%, 7,7% y 3,6%, respectivamente; mientras que un año atrás estos se habían ubicado en 6,6%, 6,9% y 3,2%, respectivamente.

◆ 3. Perspectivas para 2017

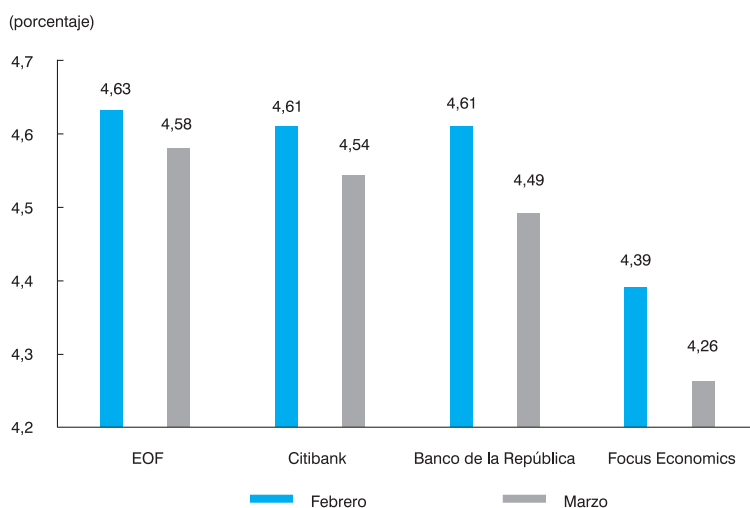
Para 2017 se espera que la economía continúe ajustándose. El crecimiento de Colombia debe ser coherente con un nivel más bajo de los términos de intercambio y con el deterioro del ingreso nacional. De esta forma, a lo largo del presente año, los desbalances macroeconómicos se deben seguir corrigiendo. Dicho ajuste podría verse aliviado por las mejores condiciones externas e internas esperadas, dada una mejor perspectiva de las economías desarrolladas y emergentes; la recuperación relativa de los precios de los productos básicos, principalmente del petróleo; el mejor desempeño de las economías de algunos de nuestros socios comerciales, y el desvanecimiento de los efectos que sobre la inflación han tenido el fenómeno de El Niño y la depreciación acumulada del peso. Para este año el equipo técnico del Banco de la República proyecta un crecimiento levemente por debajo del observado en 2016 (1,8%). Esta estimación difiere un poco de la del Gobierno y la de otros analistas, como Fedesarrollo y la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (Anif), las cuales esperan una tasa de crecimiento mayor, cercana a 2,5%.

Entre los factores que podrían hacer crecer menos la economía está la incertidumbre de las políticas del nuevo gobierno de los Estados Unidos, la normalización de la política monetaria en dicho país, que se reflejaría en un aumento de sus tasas de interés, y el escenario poco claro de nuestros principales socios comerciales de la región, en particular de Ecuador y Venezuela. En el ámbito local, hay incertidumbre sobre el ritmo de recuperación de las principales actividades económicas; sin embargo, de afianzarse el gasto en los proyectos de infraestructura de cuarta generación (4G) y la consolidación de los programas de vivienda del Gobierno, la inversión pública podría ser una de las fuentes de impulso al crecimiento de este año. Asimismo, los beneficios tributarios a las empresas contemplados en la reforma podrían tener efectos sobre la inversión privada, pero aquellos se reflejarían más en el mediano y largo plazos.

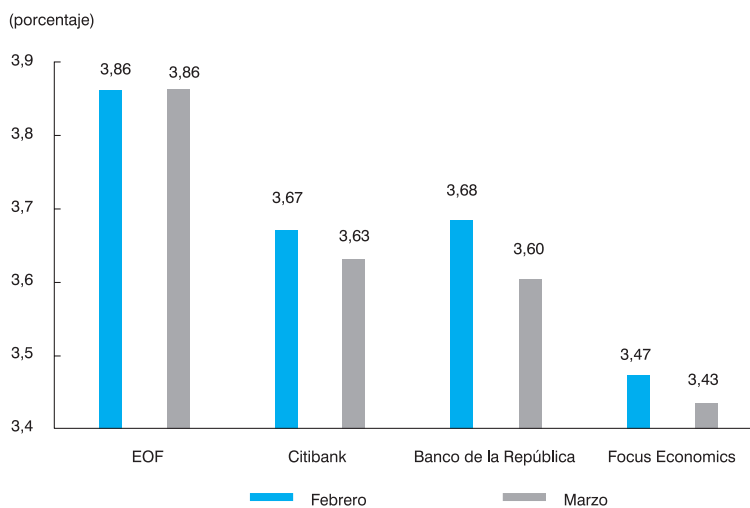
Finalmente, y podría ser un factor determinante, el Banco de la República comenzó hace unos meses a bajar su tasa de intervención, y continuará haciéndolo a medida que cedan las presiones inflacionarias en la economía. Se espera que durante 2017 y 2018 la inflación al consumidor continúe convergiendo hacia la meta del Banco de la República de 3%, una vez los efectos de los choques transitorios de oferta se hayan disipado, las expectativas de inflación se anclen nuevamente y se reduzca la indexación en algunos precios. Las expectativas de inflación para 2017 y 2018 reportadas por los analistas financieros corrigieron la tendencia ascendente que presentaron a lo largo de 2016, acercándose al límite superior del rango meta de 2 a 4%. Las diferentes encuestas reportan que la inflación esperada para diciembre de 2017 oscila entre 4,26% y 4,58%, y entre 3,43% y 3,86% para diciembre de 2018 (Gráfico 14). La inflación esperada por los mercados financieros es aún menor, aun cuando su cálculo no está exento de dificultades. Como se observa en el Gráfico 15, la inflación esperada para 2017 y 2018 ha venido descendiendo en lo corrido del año. En abril se esperaban niveles de inflación cercanos a 3,2% para finales de 2017 y a 3,1% para finales de 2018.

Gráfico 14

A. Pronósticos de inflación: cierre de 2017

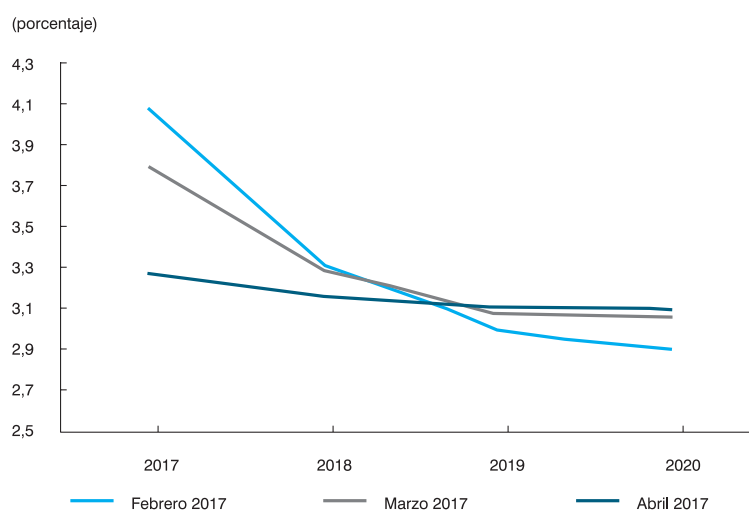


B. Pronósticos de inflación: cierre de 2018



Fuentes: Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo, Citibank, Focus Economics y Banco de la República.

Gráfico 15
Expectativas de inflación en los TES
(*forward break even inflation*)



Fuente: Banco de la República.

♦ **Juan José Echavarría Soto** ♦
Gerente general

* Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.



Anexo estadístico

Cuadro A1.1
Variables macroeconómicas

	Crecimiento anual (porcentaje) a menos que se diga lo contrario	
	2015	2016
Producto interno bruto	3,1	2,0
Consumo total	3,6	2,0
Inversión bruta	1,2	(4,5)
Producción de manufacturas	1,7	3,0
Exportaciones de bienes, FOB	(33,1)	(13,4)
Importaciones de bienes, FOB	(15,4)	(17,0)
Balanza comercial, FOB (porcentaje del PIB)	(4,8)	(3,6)
Cuenta corriente (porcentaje del PIB)	(6,4)	(4,4)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro A1.2
Sector monetario y financiero

		Miles de millones de pesos	Variación anual (porcentaje)				
			Diciembre 2015 /	Diciembre 2016 /	Enero 2017 /	Febrero 2017 /	Marzo 2017 /
			Diciembre 2014	Diciembre 2015	Enero 2016	Febrero 2016	Marzo 2016
	Marzo 2017 ^{a/}						
Agregados Monetarios	Base monetaria	75.786	17,11	2,52	(4,41)	(5,21)	(0,95)
	M1	95.152	10,43	(1,28)	(0,71)	(0,34)	(2,48)
	M2	409.150	12,49	6,91	7,44	6,06	6,21
	M3	444.681	11,67	7,08	7,53	6,43	6,19

		Miles de millones de pesos	Variación anual (porcentaje)				
			Diciembre 2015 /	Diciembre 2016 /	Enero 2017 /	Febrero 2017 /	Marzo 2017 /
			Diciembre 2014	Diciembre 2015	Enero 2016	Febrero 2016	Marzo 2016
	Marzo 2017 ^{1/}						
Crédito	Moneda legal	365.450	14,27	8,82	8,38	7,86	7,64
	Moneda extranjera	21.155	13,17	(13,56)	(20,32)	(19,62)	(10,50)
	Total	386.606	14,19	7,23	6,26	5,89	6,46

		Porcentaje				
		Diciembre 2015	Diciembre 2016	Enero 2017	Febrero 2017	Marzo 2017
Tasas de interés	Tasa de intervención	5,75	7,50	7,50	7,25	7,00
	IBR a un día	5,59	7,64	7,50	7,47	7,19
	Tasa interbancaria (TIB)	5,59	7,65	7,51	7,48	7,19
	Tasas de captación	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Enero 2017	Febrero 2017	Marzo 2017
	DTF	5,24	6,92	6,94	6,78	6,65
	CDT a 90 días	3,86	5,43	6,94	6,75	6,22

Continuación

	Tasas de colocación	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Enero 2017	Febrero 2017	Marzo 2017
Tasas de interés	Tasa de colocación Banco de la República ^{b/}	12,33	14,45	15,11	14,87	15,13
	Crédito de consumo	17,64	19,39	20,88	20,03	19,78
	Crédito de ordinario	11,94	14,06	14,30	13,79	13,84
	Crédito preferencial	9,40	11,58	11,27	11,37	11,22
	Crédito de tesorería	9,71	11,86	12,22	12,03	11,96
	Microcrédito	36,11	37,72	37,74	37,72	36,77
	Construcción	10,26	12,14	11,76	11,43	11,64
	Adquisición de vivienda	11,26	12,59	12,45	12,56	12,42
		Porcentaje				
		Diciembre 2015	Diciembre 2016	Enero 2017	Febrero 2017	Marzo 2017
Inflación anual	Total	6,77	5,75	5,47	5,18	4,69
	Alimentos	10,85	7,22	5,97	5,21	3,65
	Transables	7,09	5,31	5,37	5,75	5,59
	No transables	4,21	4,85	4,83	5,06	5,33
	Regulados	4,28	5,44	5,93	4,55	4,05
		Diciembre 2015	Diciembre 2016	Enero 2017	Febrero 2017	Marzo 2017
Indicadores de inflación básica	Sin alimentos	5,17	5,14	5,26	5,17	5,13
	Sin alimentos ni regulados	5,42	5,05	5,06	5,35	5,44
	Sin alimentos primarios, servicios públicos y combustibles	5,93	6,03	5,95	5,74	5,61
	IPC núcleo 20	5,22	6,18	6,18	6,03	6,01
		Porcentaje				
	Encuesta mensual de expectativas analistas			Enero 2017	Febrero 2017	Marzo 2017
Expectativas de inflación	A diciembre de 2017			4,51	4,61	4,49
	A diciembre de 2018			3,62	3,68	3,60
	Forward break-even inflation (FBEI)			Enero 2017	Febrero 2017	Marzo 2017
	Para 2017			3,91	4,07	3,78
	Para 2018			3,12	3,32	3,28

^{a/} Cifras al 24 de marzo de 2017.

^{b/} Calculado como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de: consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro A1.3
Sector externo

Tasa de cambio nominal		Pesos por dólar				
		Diciembre 2015	Diciembre 2016	Enero 2017	Febrero 2017	Marzo 2017
		Promedio	3.244,51	3.009,53	2.944,65	2.881,68
	Fin de	3.149,47	3.000,71	2.936,66	2.896,27	2.880,24
Índice de tasa de cambio real		Diciembre 2015	Diciembre 2016	Enero 2017	Febrero 2017	Marzo 2017
	ITCR NT (IPP)	129,81	120,78	121,34	120,74	123,73
Inversión directa neta ^{a/}		Millones de dólares				
		Diciembre 2015	Diciembre 2016	Enero 2017	Febrero 2017	Marzo 2017
	Inversión extranjera directa en Colombia	11.732	13.593	n. d.	n. d.	n. d.
	Inversión colombiana en el exterior	4.218	4.517	n. d.	n. d.	n. d.
Reservas internacionales netas (RIN)		Millones de dólares				
		Diciembre 2015	Diciembre 2016	Enero 2017	Febrero 2017	Marzo 2017
		46.731	46.675	46.982	46.986	46.932
Indicadores de reservas internacionales		Diciembre 2015	Diciembre 2016	Enero 2017	Febrero 2017	Marzo 2017
	RIN/M3	35,40	31,50	31,31	30,36	31,07
	RIN/PIB	16,00	16,50	n. d.	n. d.	n. d.
	RIN/(Déficit cuenta corriente + amortizaciones deuda año corriente)	1,10	1,35	n. d.	n. d.	n. d.

n. d.: no disponible.

^{a/} Corresponde a la información de la balanza de pagos.

Fuente: Banco de la República.