

No. 4 | 2017

MARZO

# ECONOMÍA COLOMBIANA

ANÁLISIS DE COYUNTURA

UNIVERSIDAD  
**EAFIT**<sup>®</sup>

Escuela de Economía y Finanzas  
Centro de Investigaciones Económicas y Financieras, Cief  
Grupo de investigación en estudios en Economía y Empresa  
Línea de Macroeconomía Aplicada

No. 4 | MARZO | 2017

# ECONOMÍA COLOMBIANA

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Universidad EAFIT

**Juan Luis Mejía Arango**  
Rector

**Juan Felipe Mejía Mejía, PhD.**  
Decano Escuela de Economía y Finanzas

**Gustavo Canavire Bacarreza, PhD.**  
Director, Centro de investigaciones Económicas y Financieras, Cief

**Alejandro Torres García, PhD.**  
Jefe Departamento de Economía

**Grupo de investigación en Estudios en Economía y Empresa**  
**Línea de Macroeconomía Aplicada**

## **Autores de esta edición**

Jesús Botero García  
Hugo López Castaño  
Carlos Esteban Posada  
Humberto Franco González  
Alvaro Hurtado Rendón  
Carlos Ballesteros Ruiz  
José García Guzmán

## **Contacto**

Universidad EAFIT  
Centro de Investigaciones Económicas y Financieras, Cief  
Carrera 49 N° 7 Sur-50, Medellín – Colombia  
Teléfono: (057-4) 261 9500 Ext 9532 - 2619532  
Correo electrónico: [cief@eafit.edu.co](mailto:cief@eafit.edu.co)

## **Diagramación y Diseño**

José García Guzmán  
Óscar Caicedo Alarcón

• Los conceptos expresados en ECONOMÍA COLOMBIANA: ANÁLISIS DE COYUNTURA son responsabilidad exclusiva de los autores y en nada comprometen a la Universidad EAFIT, a la Escuela de Economía y Finanzas, ni al Centro de Investigaciones Económicas y Financieras, Cief.

• Se autoriza la reproducción total o parcial del contenido citando siempre la fuente.

\*Fotografías tomadas de Pixabay libres de derechos de autor bajo la licencia Creative Commons CC0



UNIVERSIDAD  
**EAFIT**<sup>®</sup>

# Índice general

1.	Informe de coyuntura: la evolución reciente de la economía colombiana	1
2.	Entorno mundial:De la política monetaria laxa a la política fiscal expansiva en los países avanzados . . . . .	10
3.	Desempeño laboral colombiano . . . . .	16
4.	Sector externo en la actual coyuntura económica . . . . .	24
5.	Inflación . . . . .	31

# 1. Informe de coyuntura: la evolución reciente de la economía colombiana

Por tercer año consecutivo la tasa de crecimiento del PIB se ha reducido, llegando al 2%, en 2016. Tanto el consumo de los hogares como la inversión fija se han debilitado, pasando respectivamente de tasas de crecimiento del 4.3% y el 9.8% en 2014, a 2.1% y -3.6% en 2016. Como consecuencia de ello, la demanda interna apenas ha crecido 0.3%, un nivel muy inferior al observado en 2014, 6.1%.

Cuadro 1: Tasas de crecimiento del PIB y sus componentes de demanda. Colombia.

Rubro /año	2013	2014	2015	2016
Producto interno Bruto	4,87 %	4,36 %	3,05 %	1,96 %
Importaciones	5,98 %	7,87 %	1,42 %	-6,22 %
Consumo de los hogares	3,39 %	4,27 %	3,20 %	2,08 %
Consumo final del gobierno	9,23 %	4,75 %	4,95 %	1,84 %
Formación Bruta de Capital Fijo	6,70 %	9,84 %	1,85 %	-3,61 %
Variación de existencias	-53,11 %	392,90 %	-29,38 %	-67,60 %
Demanda Final interna	5,03 %	6,09 %	3,00 %	0,29 %
Exportaciones totales	5,21 %	-1,54 %	1,23 %	-0,93 %
Inversión en obras civiles	10,50 %	14,00 %	5,30 %	2,40 %
FNKF distinta a obras civiles	5,20 %	8,10 %	0,30 %	-6,40 %

Fuente:DANE. Cálculos propios.

La desaceleración del PIB no fue mayor en 2016 por la contracción de las importaciones (-6.2%), cuyo desempeño negativo excedió al de las exportaciones, que cayeron 0.9%.

La evolución del consumo privado es consistente con un mercado laboral poco dinámico <sup>1</sup> y refleja seguramente el impacto de una inflación cuyo promedio anual

<sup>1</sup>En el capítulo 3 del informe se analiza en detalle la evolución del desempleo y los salarios en

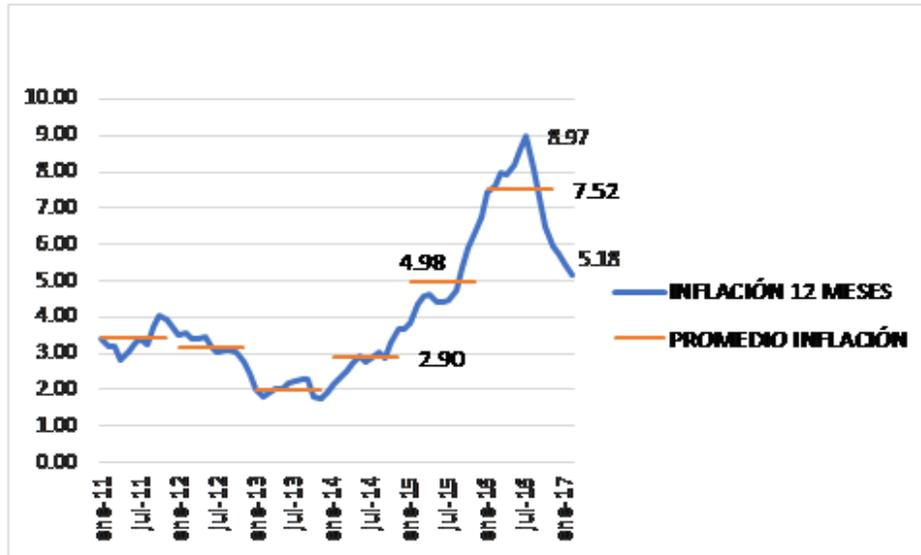
fue superior a 7.5 %, por el efecto combinado del fenómeno del Niño y el traslado de la devaluación al precio de los bienes y servicios producidos en la economía. La terminación del primero, y una eventual estabilización de la tasa de cambio deberían propiciar un repunte en la tasa de crecimiento del consumo, con la probable excepción del primer trimestre, particularmente afectado por el incremento del IVA que, si bien no ha tenido un impacto significativo sobre los precios, sí parece haber tenido un impacto importante sobre las expectativas de los consumidores <sup>2</sup>.

---

2016.

<sup>2</sup>Las tasas de inflación de enero y febrero de 2017 fueron, respectivamente, 1.02 % y 1.01 %. Con dichas tasas, la inflación anual siguió descendiendo, desde un nivel del 5.75 % a finales de 2016, a 5.18 % en febrero de 2017. Pero el índice de Confianza del Consumidor (ICC) que calcula Fedesarrollo a partir de la Encuesta de Opinión del Consumidor, mostró en enero de 2017 su resultado más negativo desde que se realiza la encuesta, en noviembre de 2001. No obstante, el resultado de febrero presentó un ligero repunte pues, aunque sigue en terreno negativo (y presenta contracción respecto a febrero de 2016), muestra sin embargo un valor de -24.3 %, superior en 5.9 puntos porcentuales al resultado de enero de 2017.

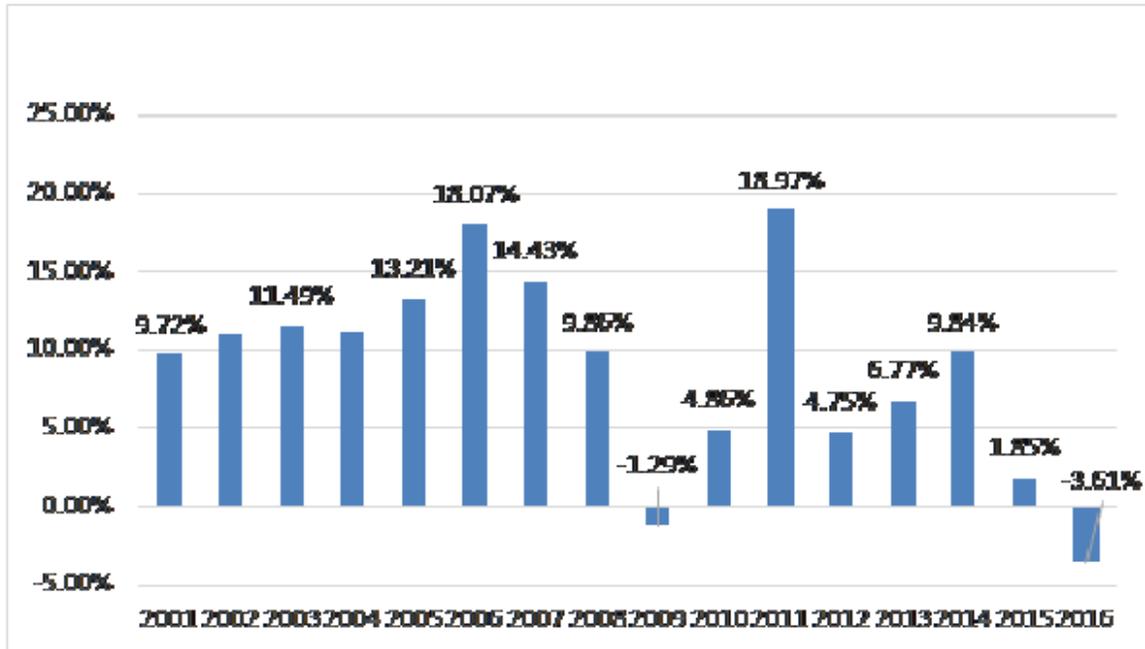
Figura 1: Inflación 12 meses y promedio - Colombia.



Fuente:DANE. Cálculos propios.

Más complejo luce el panorama en lo relativo a la inversión. Como ya lo señalamos en un informe anterior, el uso de la base 2005 de Cuentas Nacionales para el cálculo de la relación Inversión-PIB favorece el indicador, que habría llegado en 2014 a cerca del 30%. Pero la realidad es que, en 2016, la inversión representa apenas el 25.5% del PIB, y que la evolución reciente luce particularmente preocupante: en efecto, la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) mostró en 2016 una tasa de crecimiento negativa, inferior a cualquiera de las observadas en el presente siglo. La inversión en obras civiles, que había alcanzado tasas anuales de crecimiento superiores al 10% en el período 2012-2014, crecen ahora apenas al 2.4%. Y el resto de la inversión decreció al 6.4%.

Figura 2: Tasa de crecimiento FBKF. Colombia



Fuente: DANE. Cuentas Nacionales Trimestrales. Cálculos propios

Las expectativas positivas corren por cuenta de la inversión en infraestructura y del ciclo político. En cuanto a la primera, el gobierno asegura, en el Plan “Colombia Repunta”, un nivel de inversión de 9.2 billones de pesos en las obras 4G, 3.4 billones por encima del nivel de ejecución del año 2016. Ello aseguraría un crecimiento de cerca del 10%, en una inversión que, como la de obras civiles, ascendió a 34.8 billones en 2016, y representó el 16% de la FBKF en dicho año. Dicho impulso se vería complementado por la fase de ejecución de obras públicas en los gobiernos regionales que, elegidos en 2015, plantearon sus programas de gobierno en 2016 para ponerlos en ejecución plena en 2017<sup>3</sup>. Sin embargo, ello resultará insuficiente, si no se logra impulsar decididamente la inversión distinta a infraestructura que, como

<sup>3</sup>De acuerdo al documento “Regionalización Ajustada. Preliminar e Indicativa. Presupuesto de Inversión. Vigencia 2017” del DNP, los recursos que se invertirán a través del Sistema General de Participaciones se incrementarán en un 9.8% en el período presupuestal 2017. [https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Inversiones%20y%20finanzas%20pblcas/DtoRegAjustado2017\\_2.pdf](https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Inversiones%20y%20finanzas%20pblcas/DtoRegAjustado2017_2.pdf).

se anotó, cayó el 6.4% en 2016, y que está sometida a fuerzas, estímulos e incentivos divergentes: de una parte, factores positivos, como la buena percepción que produjo en los mercados financieros internacionales la reforma tributaria aprobada a finales de 2016 <sup>4</sup> ; los estímulos incluidos en la reforma, relativos a la deducibilidad del IVA pagado en adquisición de bienes de capital y a reducción de la tarifa de renta, especialmente en 2017 y 2018 <sup>5</sup> ; la anunciada eliminación permanente de aranceles a más de 3.400 materias primas y bienes de capital no producidos en el país; y los factores que el gobierno clasifica en el rubro de “mejor entorno”: acuerdo de paz, mejoras en el seguridad, reducción de la inflación, mejores precios del petróleo y finalización del fenómeno del Niño, aunque los dos primeros todavía objeto de enconados debates políticos, en un país polarizado sobre el proceso, sus procedimientos de implementación y sus consecuencias.

En los factores negativos pesan, especialmente, la alta incertidumbre mundial; los incrementos en la tasa de intervención que determinó el banco central a partir septiembre del 2015, y que la tienen hoy, tras tres sucesivas reducciones, en un nivel de 7%; y la devaluación, que ha encarecido el costo de los bienes de capital, como lo muestra el gráfico 2.3. Pesa negativamente también la probable disminución del financiamiento externo, que se derive de los aumentos de la tasa de interés en los Estados Unidos y de la demanda de fondos de inversión en ese mismo país para los planes de infraestructura <sup>6</sup> .

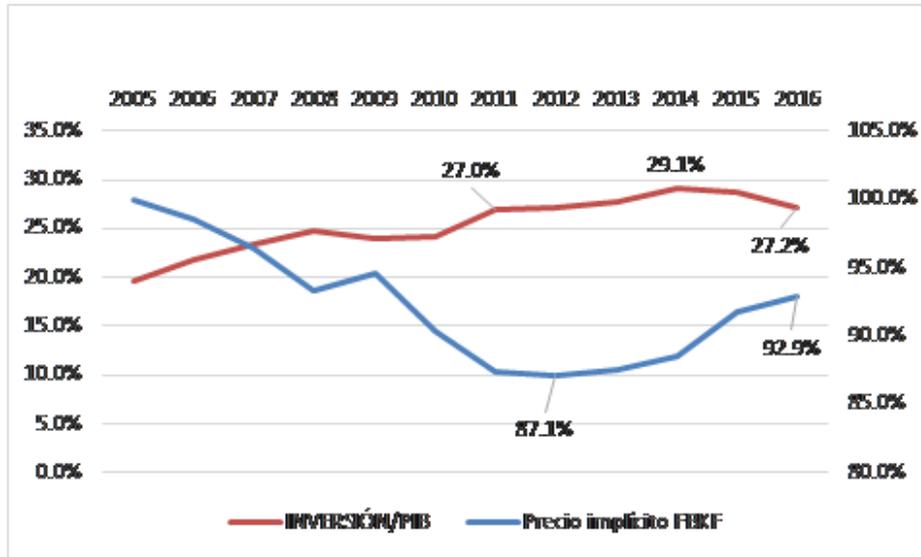
---

<sup>4</sup> Los impactos de la reforma tributaria se analizan en el informe anexo “La reforma tributaria: luces y sombras”.

<sup>5</sup>No se debe exagerar el impacto de esos estímulos. La deducibilidad del IVA representa apenas una disminución del precio de los bienes de capital del orden de 1.9%. Así que es una medida en la dirección correcta, pero de impacto limitado. En cuanto a la reducción de la tarifa de renta para las empresas, mejora la situación extrema que había sido establecida para los años 2017 y 2018, pero tiene un impacto marginal pequeño a partir de esa fecha, que se compensa con la perpetuación del GMF. Ver documento anexo sobre la reforma tributaria.

<sup>6</sup>En el capítulo 5 del informe se analiza el impacto posible del aumento de las tasas de intervención en Estados Unidos.

Figura 3: Relación Inversión/PIB y precio implícito FBKF



Fuente: DANE. Cálculos propios

El país debe, por lo demás, reducir vulnerabilidades externas, en un entorno mundial complejo, y para ello, es esencial disminuir el déficit en Cuenta Corriente de la balanza de pagos, mediante apropiadas medidas que impulsen nuestras exportaciones. Ese déficit se redujo de manera importante en 2016 (como lo muestra el cuadro 2.2, lo que, de paso, es una muy buena noticia, desde el punto de vista del manejo del riesgo externo) y debe reducirse más en los años venideros <sup>7</sup>

<sup>7</sup>: En el capítulo 4 del informe se analiza en detalle la evolución de la balanza de pagos

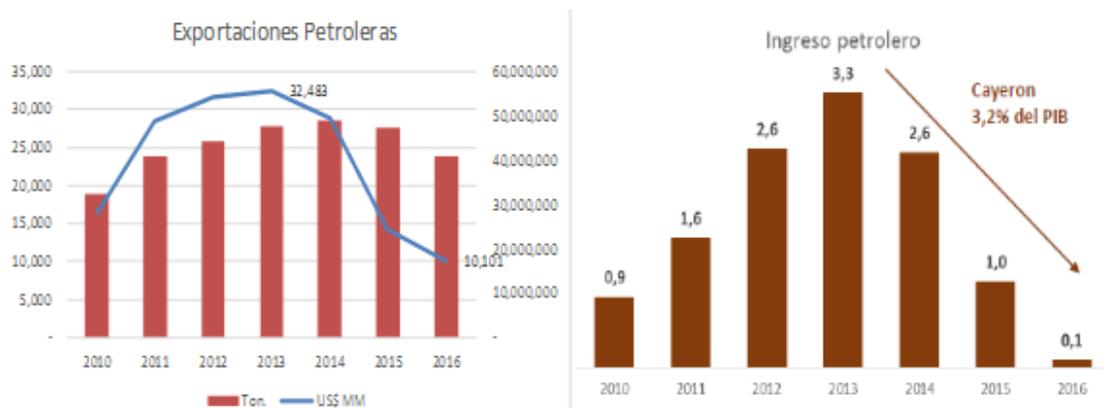
Cuadro 2: Indicadores de la balanza de pagos (%PIB)

año	Saldo cuenta corriente	Inversión extranjera directa	Inversión de cartera neta
2010	3,0 %	2,2 %	0,0 %
2011	2,9 %	4,4 %	1,8 %
2012	-3,0 %	4,1 %	1,3 %
2013	-3,2 %	4,3 %	2,0 %
2014	-5,1 %	4,3 %	3,1 %
2015	-6,4 %	4,0 %	3,5 %
2016	-4,4 %	4,8 %	1,3 %

Fuente: DANE, BanRep. Cálculos propios.

La economía colombiana ha enfrentado pues con relativo éxito el shock de los precios del petróleo, que afectó radicalmente tanto la balanza de pagos, como las cuentas fiscales del país.

Figura 4: Impactos del shock petrolero sobre exportaciones e ingresos del GNC



Fuente: DANE, Ministerio de Hacienda. Cálculos propios.

Pero las perspectivas para el futuro inmediato siguen siendo complejas, tanto por las condiciones del entorno internacional <sup>8</sup>, como por los riesgos que entraña

<sup>8</sup>Ver el capítulo 2 del informe para el análisis del entorno internacional

la implementación del proceso de paz, mediante mecanismos de excepcionalidad, en un país polarizado y probablemente confundido. Las políticas públicas tendrán sesgos negativos, que probablemente dominarán los sesgos positivos que puedan implicar: un manejo inapropiado de la tasa de intervención, por ejemplo, podrá hacer más daño sobre la actividad productiva, por la vía de inflación-deterioro de expectativas-reducción de la demanda, que beneficio por la vía de bajos intereses-estímulos a la inversión <sup>9</sup>.

Asumiendo una paulatina recuperación del consumo de los hogares, la recuperación del dinamismo de la inversión en infraestructura, un desempeño de la inversión en maquinaria y equipo menos negativo que el observado, un leve crecimiento de las exportaciones y un menor deterioro de las importaciones, nuestra proyección básica indica un crecimiento del 2.29 % para 2017:

Cuadro 3: Proyecciones básicas del PIB

<b>Rubro /Año</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Producto interno Bruto	3,05 %	1,96 %	2,29 %
Importaciones	1,42 %	-6,22 %	-3,18 %
Consumo total	3,60 %	2,00 %	2,32 %
Consumo de los hogares	3,20 %	2,08 %	2,33 %
Consumo final del gobierno	4,95 %	1,84 %	2,75 %
Formación Bruta de Capital Fijo	1,85 %	-3,61 %	0,49 %
Variación de existencias	-29,38 %	-67,60 %	0,00 %
Demanda Final interna	3,00 %	0,29 %	2,12 %
Exportaciones totales	1,23 %	-0,93 %	0,99 %
Inversión en obras civiles	2,30 %	2,40 %	8,51 %
FNKF distinta a obras civiles	0,30 %	-6,40 %	-3,56 %

Los riesgos a la baja de la proyección provienen, esencialmente, de las siguientes fuentes:

<sup>9</sup>Ver capítulo 5 del informe.

- Un enrarecimiento aún mayor de la situación mundial, y la puesta en práctica de medidas anti-globalización por parte de Estados Unidos, lo que podría desencadenar guerras comerciales y generar algún pesimismo adicional en los inversionistas <sup>10</sup>.
- La profundización de la incipiente crisis institucional, ocasionada por la divulgación de los hechos de corrupción de Odebrecht, y su impacto negativo no sólo sobre el ritmo de desarrollo de las obras de 4G, sino también sobre la legitimidad de las instituciones.
- La persistencia de expectativas negativas en los agentes económicos, debido a malas percepciones de la implementación por mecanismos extraordinarios del proceso de paz.
- La inestabilidad de los acuerdos petroleros entre los países de la OPEP y Rusia, que junto con la nueva emergencia del fracking en Estados Unidos podría generar presiones a la baja en el mercado petrolero <sup>11</sup>.
- Ritmos inadecuados en la suavización de la tasa de interés, que sean inconsistentes con el panorama de los bancos centrales de los países avanzados (desincentivando flujos de capital) o que impidan la convergencia de la inflación hacia su rango meta.
- La evolución descontrolada del gasto público (especialmente en lo relativo a la Ley Estatutaria de Salud y al proceso de paz) que pongan en cuestión la sostenibilidad de nuestras metas fiscales.
- La profundización del deterioro incipiente en la calidad de la cartera, que podría limitar el ritmo de actividad económica, por la vía una menor disponibilidad de crédito <sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup>Ver el informe anexo “Las encrucijadas del presente: economía y política en un entorno incierto”.

<sup>11</sup>Ver el informe anexo “La evolución reciente del mercado petrolero”.

<sup>12</sup>Ver el informe anexo “Informe de la calidad de la cartera en Colombia”.

También hay, por cierto (y mucho más moderados) riesgos al alza en la proyección:

- Rápidos desarrollos en la Alianza del Pacífico, que dinamicen el comercio e incentiven la inversión en sectores claves para esa Alianza.
- Avances efectivos e indisputables en el proceso de Paz, que mejoren la percepción ciudadana sobre el tema.
- La rápida convergencia de la inflación a su meta, que despeje el panorama para la implementación de una política monetaria expansiva.

En general pues, un año complejo, en el que mantener una tasa de crecimiento entre el 2% y el 2.5% podría considerarse un buen resultado.

## **2. Entorno mundial: De la política monetaria laxa a la política fiscal expansiva en los países avanzados**

Cuatro o cinco años después de que la discusión macroeconómica mundial se centrara en los temas de la deuda pública y las limitaciones implícitas al crecimiento, el debate público en las economías avanzadas se orienta ahora al tema de la política fiscal y el gasto público <sup>13</sup>. Tras experimentar presiones deflacionistas generadas por políticas extremas de austeridad, y tras la aplicación extensiva de políticas monetarias no convencionales, que afectan cada vez menos el crecimiento y generan riesgos financieros importantes asociados a la abundante liquidez,

---

<sup>13</sup>Los títulos de los informes sobre perspectivas de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional son indicativos de los temas dominantes en el análisis del momento: el informe de Octubre de 2012 se titulaba “Hacer frente a los altos niveles de deuda y al lento crecimiento”. El de Octubre del 2013, “Transiciones y tensiones”. En 2014 el informe se tituló “Secuelas, nubarrones, incertidumbres”, en tanto que el de 2015, “Ajustándose a precios más bajos para las materias primas”. El de octubre de 2016 se llama, por último, “Demanda reprimida: síntomas y remedios”, consolidando el giro desde los problemas de deuda, a los problemas de demanda.

el repunte de la inflación, y la persistencia de tasas bajas de crecimientos, augura cambios importantes en las políticas económicas de los países avanzados.

Figura 5: Inflación y crecimiento. Países avanzados

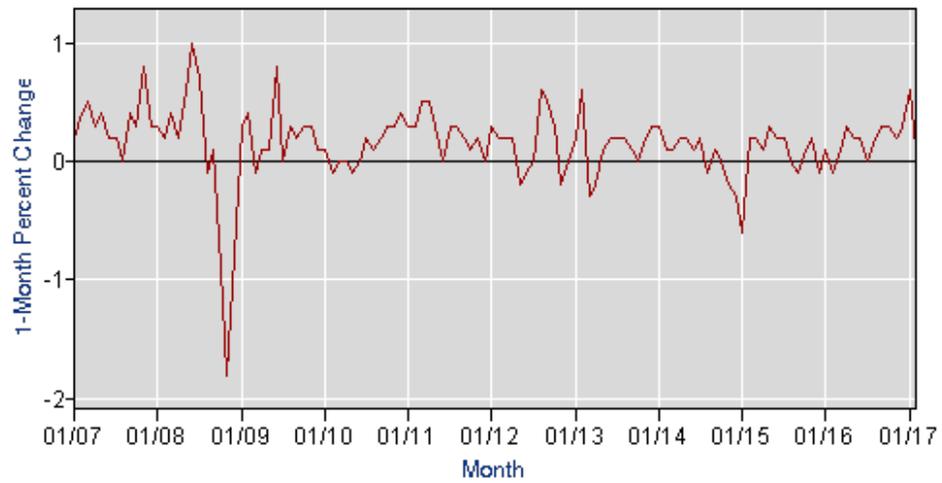


WEO. Octubre 2016

Agotado el arsenal de la política monetaria, el turno es ahora para la política fiscal y los ajustes estructurales. Y particularmente, para la inversión en infraestructura, que luce ahora como el mecanismo idóneo para enfrentar una situación en la que la debilidad de la demanda se combina con una debilidad (que se antoja estructural) en la productividad factorial. En efecto, la inversión en infraestructura impulsa la demanda, al tiempo que genera externalidades positivas sobre la producción, que no sólo favorecen la oferta, sino que también mejoran la rentabilidad de otras inversiones productivas, alejando las economías avanzadas del complejo riesgo del estancamiento secular.

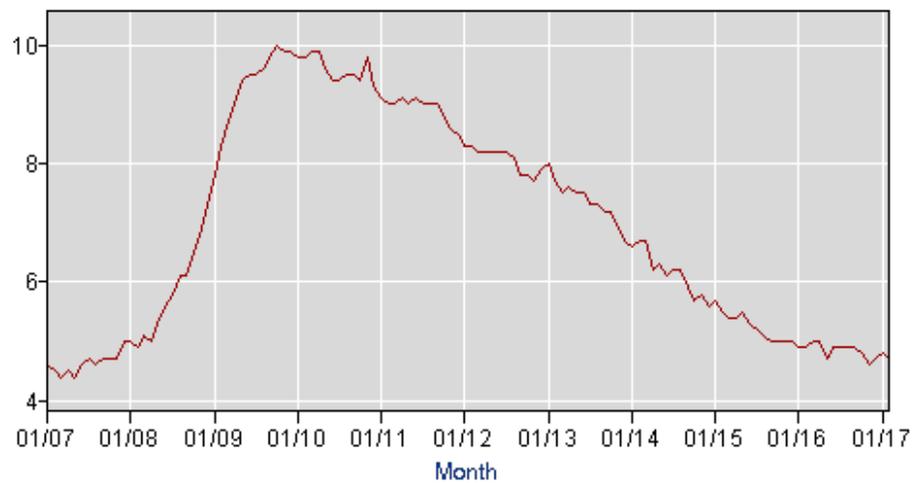
Estos cambios son particularmente relevantes en la economía de los Estados Unidos, cuya inflación anual a febrero de 2017 asciende a 2.7 %, tras registros mensuales de 0.6 % y 0.1 % en los dos últimos meses, y que experimenta bajas tasas de desempleo, cercanas al pleno empleo efectivo (4.7 % en febrero) con un ritmo sostenido de creación de empleo: 235 mil empleos no agrícolas en ese mismo mes.

Figura 6: Inflación mensual en los Estados Unidos



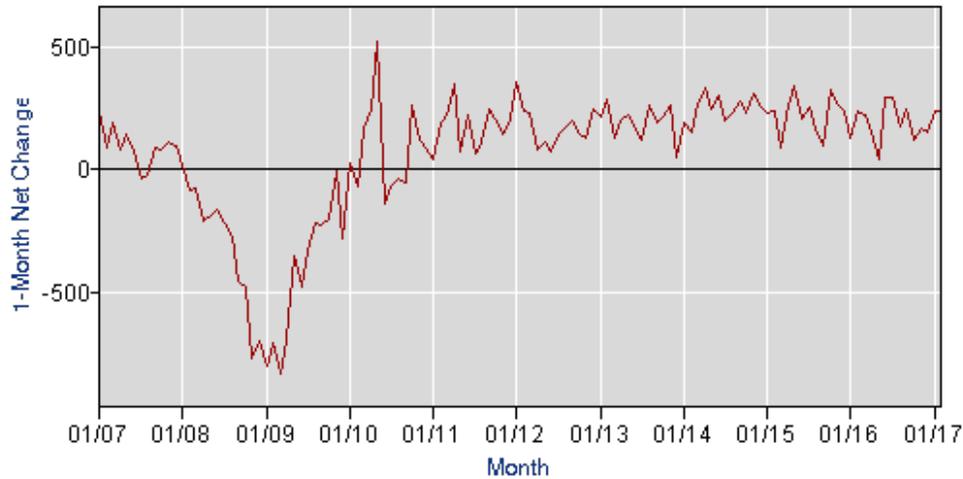
[https://data.bls.gov/timeseries/CUSR0000SA0?output\\_view=pct\\_1mth](https://data.bls.gov/timeseries/CUSR0000SA0?output_view=pct_1mth)

Figura 7: Tasa de desempleo en los Estados Unidos



Fuente: BLS. <https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>

Figura 8: Empleo neto no agrícola generado



Fuente: BLS. <https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>

Los anuncios de política económica de la administración de Trump, anticipan mayores impulsos de demanda. El BTA (impuesto de ajuste en la frontera) y los planes de inversión en infraestructura, están concebidos para impulsar aún más la demanda interna. No es claro que efecto pueda tener ello sobre una economía que se acerca al pleno empleo, pero si es predecible el efecto que tenga sobre la política monetaria, que tendrá que endurecerse para limitar los efectos nocivos de la expansión sobre los precios y sobre el crecimiento de largo plazo. Así, es probable que el “juego de la política económica” entre en una etapa de soluciones no-colaborativas, de resultados impredecibles para el mediano y largo plazo <sup>14</sup>.

Por ultimo, las tensiones comerciales tenderán también a incrementarse. Es sabido que el comercio internacional genera beneficios netos a quienes participan en él <sup>15</sup>, así que retornar al mundo de los “free-riders” hará que se desvanezcan esos beneficios. El temor radica en que ese cambio no se produzca de manera suave y

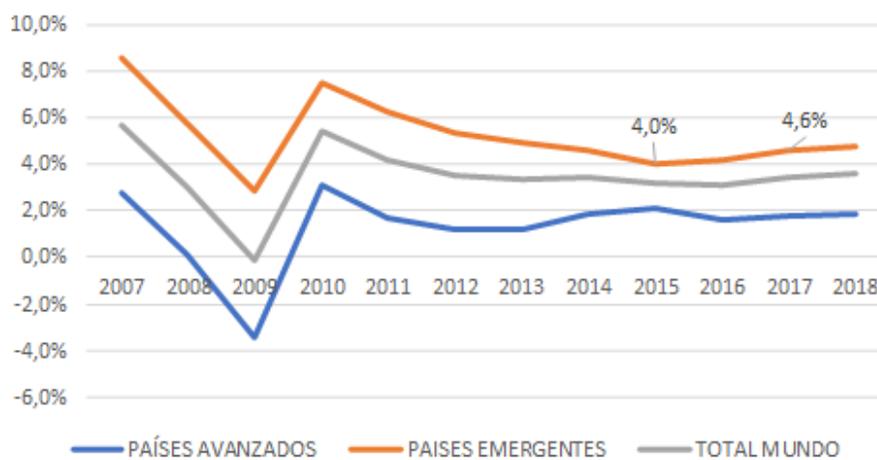
<sup>14</sup> En su reunión de marzo 14-15, la FED aumentó la tasa de referencia en 25 puntos básicos.

<sup>15</sup> Aunque, como bien lo ponen de presente las tensiones políticas actuales, no siempre hemos tenido la sabiduría necesaria para repartir adecuadamente esos beneficios

moderada, sino que se presente a través de guerras comerciales que infrinjan un daño permanente al comercio mundial.

Las economías emergentes tendrán un desempeño dispar, de acuerdo a las proyecciones del Fondo Monetario Internacional: China e India tendrán crecimientos superiores al 6%, mientras Rusia y Brasil tendrán modestas recuperaciones en el horizonte de los próximos 2 años.

Figura 9: Crecimiento países emergentes



Fuente: WEO. IMF.

Cuadro 4: Crecimiento porcentual proyectado. IMF.

<b>País</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Argentina	- 2.513	2.459	- 1.761	2.731	2.767
Australia	2.687	2.444	2.870	2.665	2.893
Brasil	0,104	- 3.848	- 3.273	494	1488
Canadá	2.473	1.078	1.157	1.895	1.910
Chile	1.830	2.304	1.700	1.986	2.700
China	7.300	6.900	6.588	6.171	6.030
Colombia	4.386	3.083	2.171	2.689	3.800
Francia	0,637	1.274	1.327	1.349	1.578
Alemania	1.596	1.483	1.746	1.425	1.378
India	7.244	7.563	7.617	7.608	7.669
Japón	0,028	539	510	563	453
Corea	3.341	2.612	2.720	3.038	3.059
México	2.245	2.465	2.091	2.325	2.584
Perú	2.390	3.280	3.749	4.116	3.578
Rusia	0,707	- 3.727	- 0,761	1.068	1.200
Reino Unido	3.070	2.245	1.837	1.051	1.651
Estados Unidos	2.370	2.596	1.578	2.199	2.081
Venezuela	- 3.894	- 6.221	- 10.000	- 4.500	- 3.000

Fuente: WEO.IMF.

A los riesgos políticos derivados del cambio de rumbo es Estados Unidos, se suman las preocupaciones por la emergencia de nuevos partidos populistas en Europa, especialmente en Francia <sup>16</sup>, que podrían poner en peligro, incluso, la super-

<sup>16</sup>Las elecciones francesas, del próximo 22 de abril, se ven además inusualmente afectadas por problema judiciales de los principales candidatos. Las acusaciones de corrupción al candidato conservador Fillon, la suspensión de la inmunidad parlamentaria a la candidata nacionalista y populista Le Pen, y las recientes investigaciones al candidato independiente Macron, hacen impredecibles los resultados de una elección que podría significar el principio del fin de la Unión Europea.

vivencia de la Unión Europea <sup>17</sup> .

Así pues, la confluencia de riesgos políticos, de ajustes profundos en las políticas monetarias, fiscales y de comercio de los países avanzados, y la persistencia de vulnerabilidades financieras derivadas de la expansión monetaria, configuran un panorama complejo en el que resultará decisiva la capacidad que hayamos desarrollado para enfrentar las vulnerabilidades propias de una economía que, como la colombiana, exhibe todavía déficit fiscales altos y elevados saldos negativos en su cuenta corriente de la balanza de pagos.

### **3. Desempeño laboral colombiano**

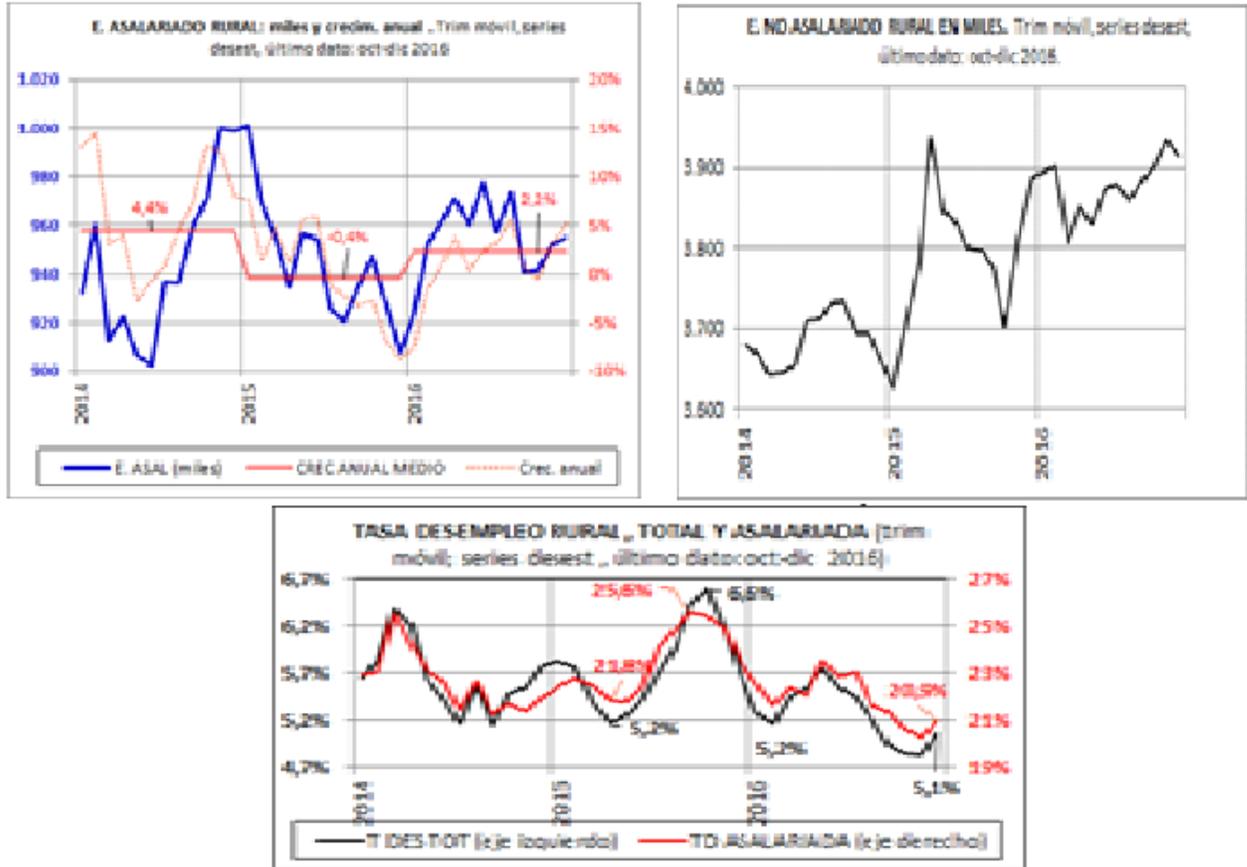
1. El crecimiento anual del PIB real se ha venido desacelerando progresivamente en los últimos tres años: 4.4 % (2014); 3.1 % (2015); 2.0 % (2016). En otra sección de este informe examinamos las perspectivas del crecimiento para 2017.

2. Durante el año pasado el primer impacto de esta desaceleración fue el estancamiento del empleo. A nivel nacional, en promedio, apenas se generaron 139.000 nuevos empleos de todo tipo (buenos y malos), lo que significa un crecimiento de apenas 0.6 % (en las cabeceras fue del 0.4 %). Y el segundo impacto, muy visible en las principales ciudades, fue la caída real de los salarios formales y de los ingresos laborales de los trabajadores informales. En cambio, el valor medio del desempleo en las trece ciudades apenas se elevó ligeramente entre 2015 y 2016 (pasó del 9.8 % al 10.0 %; subió en el primer trimestre, cayó en el segundo y volvió a subir en el tercero y en el cuarto, manteniéndose a raya gracias a la reducción de la participación laboral (la población en edad de trabajar desanimada por la evolución del empleo y los salarios prefirió quedarse en casa o en las instituciones educativas).

---

<sup>17</sup>En el anexo "Las encrucijadas del presente: economía y política en un entorno incierto" se analizan en detalle las tendencias políticas del momento.

Figura 10: Zonas rurales: empleo asalariado y no asalariado; tasas de desempleo



Fuente: DANE, gran encuesta integrada de hogares; datos publicados. Notas: 1. Empleo asalariado (obreros y empleados particulares y del gobierno); empleo no asalariado (resto del empleo). 2. Tasa de desempleo total (desempleados vs. ocupados más desocupados). 3. Tasa asalariada de desempleo (desempleados vs. ocupados asalariados más desempleados); esta medida alternativa se justifica pues casi todos los desempleados buscan un trabajo asalariado. 4. La tasa desestacionalizada de desempleo total es la estimada por el DANE, las demás series han sido desestacionalizadas usando el método Census X-12.

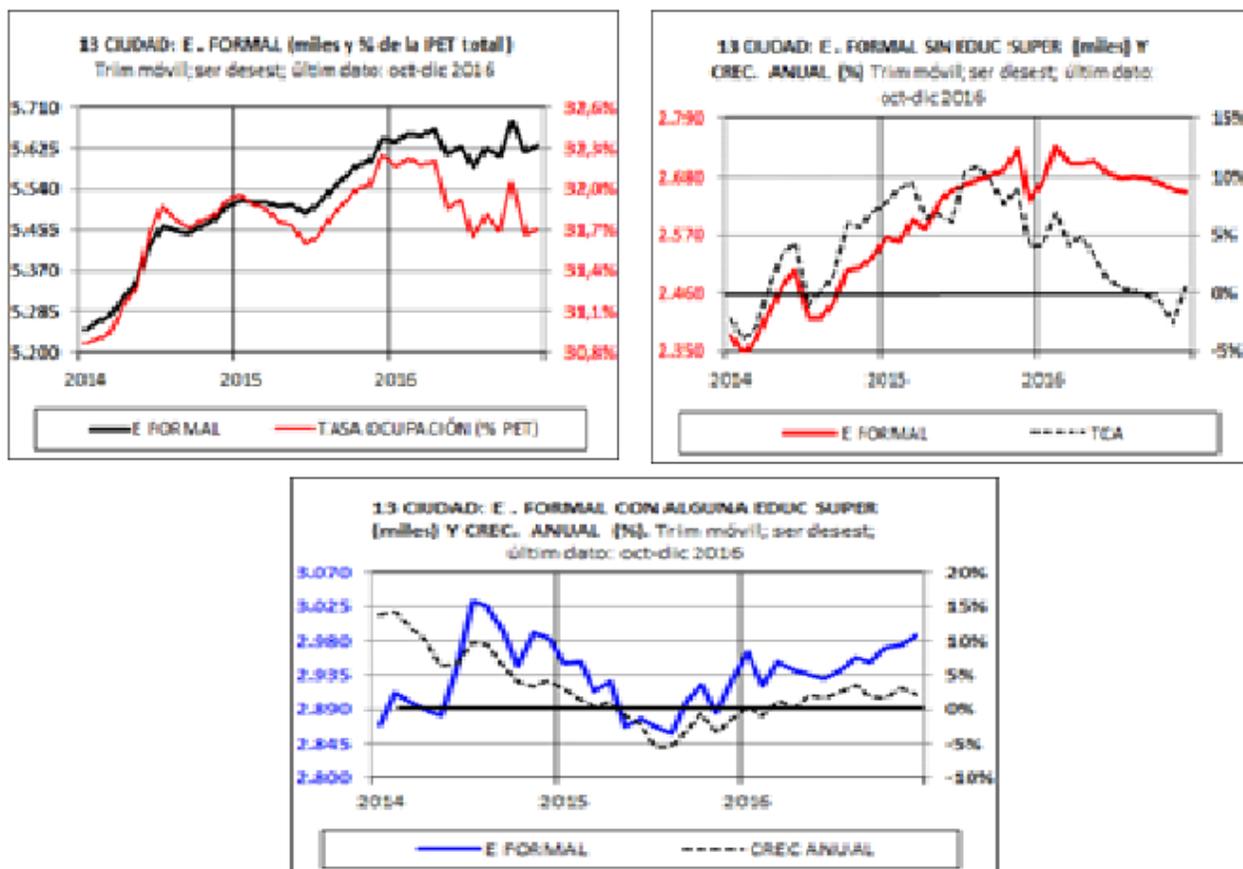
3. En las zonas rurales el empleo asalariado, el de mejor calidad, había caído considerablemente en 2015 (figura 10, panel A). Durante el año 2016 recuperó, para junio-agosto, el 72 % de las pérdidas del 2015 gracias a la expansión del cultivo del café. Sin embargo, prescindiendo de la ligera recuperación de fines del año, se derrumbó desde agosto; lo que se refleja en el valor agregado real del cultivo del café del tercer trimestre reportado en cuentas nacionales. Por su parte, el empleo no asalariado, el de peor calidad (panel B), sigue superando el promedio alcanzado en 2015 y está aumentando. Finalmente, las tasas rurales de desempleo corregidas

por variaciones estacionales (la total y la asalariada: panel C), que se habían vuelto a elevar hasta mayo, han tendido a caer desde entonces como fruto de la reducción en la participación asalariada y del alza en el empleo no asalariado; con todo repuntaron ligeramente a finales del año situándose en el 5.1 % y 20.9 % respectivamente en octubre-diciembre.

4. En las 13 ciudades (figura 11, panel A), el impacto de la desaceleración económica del año 2015 sobre el empleo formal había sido más moderado: cayó en el primer semestre y se recuperó con creces en el segundo. Gracias a ello, la tasa media de desempleo se mantuvo por debajo del 10 % y la informalidad, que había subido hasta el segundo trimestre, se redujo desde entonces alcanzando para el cuarto un mínimo histórico desde 2007.

No obstante, el empleo formal dejó de crecer el año pasado: frente al nivel desestacionalizado alcanzado en el cuarto trimestre 2015, para octubre-diciembre 2016 se redujo incluso ligeramente (-0.3 %); sin embargo, como la población en edad de trabajar ha seguido creciendo, la tasa de ocupación formal se redujo. En este período el empleo formal cayó considerablemente en Bogotá (-2.9 %) y ligeramente en Medellín (-0.7 %); pero gracias a la recuperación de fines del año se elevó en Cali (4.7 %) y sobre todo en Barranquilla (10.6 %). En el agregado de las nueve ciudades intermedias se redujo (-1.3 %) , cayó mucho en Villavicencio (-9.7 %), en Pereira (-7.2 %) y en Ibagué (-4.6 %), y de manera menos pronunciada, en Cúcuta (-3.1 %), en Montería (-1.3 %) y en Pasto (-1.2 %); en cambio, se elevó en Manizales (2.1 %), en Bucaramanga (4.3 %) y en Cartagena (6.2 %).

Figura 11: Empleo formal, total y por nivel educativo, en las trece ciudades principales



Cálculos basados en el DANE, gran encuesta integrada de hogares. Las series han sido desestacionalizadas usando el método census X-12. Empleo formal: ocupados privados en empresas de más de cinco empleados (salvo trabajadores sin remuneración en empresas o negocios de otros hogares), más técnicos y profesionales independientes, más ocupados del gobierno. Sin educación superior (sin ningún año aprobado en este nivel); con alguna educación superior (con al menos un año aprobado en el nivel superior).

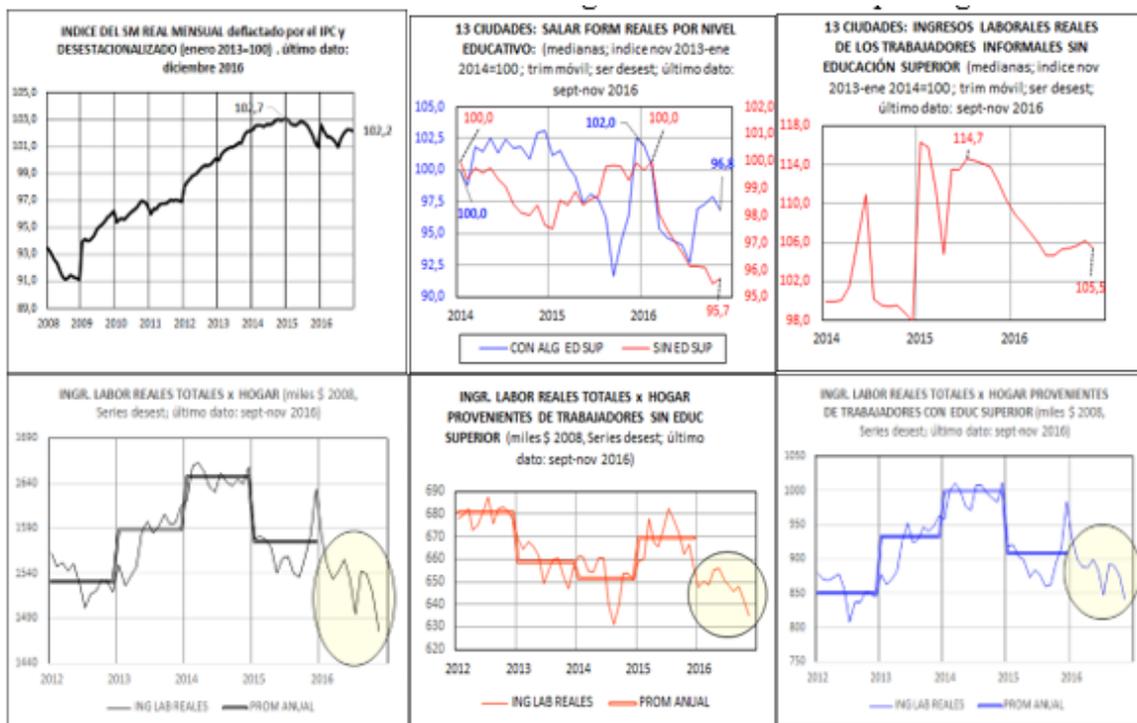
- En 2015, el componente menos educado del empleo formal(panel B), con bachillerato o menos, se había elevado sustancialmente (7.3 %); En 2016 redujo: -3.1 % en octubre-diciembre frente al pico de diciembre-febrero.
- Por su parte, el componente más educado (panel C), con alguna formación superior, había experimentado en 2015 una caída media del 1.6 %, que fue muy acentuada hasta mediados del año; desde entonces y hasta fines del año

se recuperó parcialmente. Pero durante 2016, aunque se redujo algo durante el primer semestre, terminó creciendo durante el año completo (0.8% entre octubre-diciembre frente al pico de noviembre-enero).

5. Sumando los datos desestacionalizados por ramas, entre los cuartos trimestres 2015-2016 se había destruido 14.184 plazas formales en las trece ciudades.

- El empleo formal se elevó en cuatro ramas que, en conjunto, generaron 61.753 nuevas plazas. Las finanzas aportaron el 49.1% de ese incremento bruto; los servicios sociales comunales y personales el 38.2%, el transporte-almacenamiento-comunicaciones el 12.1% y la industria apenas el 0.6%.
- En cambio, las demás ramas destruyeron 75.937 plazas formales. De ellas, las pérdidas del comercio representaron el 31.7%, las de la construcción el 31.4%; las de los inmuebles y servicios a las empresas el 13.2%; y las de las otras ramas (agricultura y minería suburbanas, electricidad, gas y agua) el 19.7% de la pérdida total

Figura 12: Trece ciudades: salarios reales e ingresos laborales reales por hogar



Panel A: para estimar la inflación y el salario mínimo real se usó el índice nacional de precios al consumidor Panel B: los salarios de los trabajadores formales (en realidad sus ingresos laborales, porque incluyen tanto los de los asalariados como los de los no asalariados) han sido obtenidos procesando las cintas de las encuestas del DANE (las que disponemos llegan, a la fecha, hasta septiembre-noviembre 2016). Se trata de las medianas por trimestres móviles estimadas a partir de los datos que ofrecen los informantes y que incluyen remuneraciones en dinero y en especie y diversas prestaciones por las que indagan las encuestas. Se deflactaron por el IPC nacional. Panel C: los ingresos laborales reales por hogar son el producto del empleo x los salarios reales medios (no los medianos) deflactados por el IPC nacional.

6. Esta evolución laboral fue acompañada con una caída en los salarios reales.

Por la aceleración de la inflación, el salario mínimo real (figura 12, panel A) sufrió algo durante 2015 y hasta agosto 2016, pero terminó el año pasado con un índice (102.2) muy similar al de 2014 (102.7) y en todo caso muy superior al de diciembre 2008 (91.1). Pero el salario mínimo, aunque pone un piso mínimo a los salarios formales, no rige enteramente su evolución que depende de la oferta y la demanda laboral por nivel educativo.

- En el caso de los trabajadores formales sin educación superior (panel B) la

reducción del empleo durante el año pasado hizo caer sus salarios nominales y, dada la inflación, comprimió aún más sus salarios reales que, en septiembre-noviembre 2016 eran 4.3 % menores frente a octubre-diciembre 2015.

- Los salarios reales formales de los trabajadores dotados de educación superior (panel B) se redujeron hasta mayo-julio, pero se recuperaron parcialmente el resto del año con el mayor dinamismo del empleo. Con todo, para julio-septiembre habían caído 3.1 % frente al máximo de diciembre-febrero.
- Por su parte (panel C), los ingresos reales de los informales carentes de educación superior (que representan el 83 % de todos los trabajadores informales) venían cayendo desde mayo-julio 2015. Entre este trimestre y septiembre-noviembre 2016 se redujeron 8.1 %.

7. Durante 2016, los ingresos laborales reales totales por hogar, provenientes de trabajadores formales e informales, cayeron (figura 12, panel D), pero los provenientes de trabajadores poco educados (panel E) se redujeron más que los provenientes de trabajadores con alguna educación superior (panel F). Dado que los hogares más pobres dependen más de los ingresos aportados por sus miembros poco educados, la pobreza monetaria debió haberse elevado progresivamente el año pasado. Según el DANE, en promedio para las trece ciudades: 15.9 % (2016) vs. 15.4 % en 2015, es decir, 0.5 puntos porcentuales más; pero hubo ciudades donde subió más todavía: Montería (5.8 puntos); Villavicencio (3.2); Cartagena (2.9); Bucaramanga (1.5); Bogotá (1.2). En cambio, la pobreza multidimensional, que recoge variables más estructurales como condiciones de la vivienda, acceso a servicios públicos, analfabetismo y educación, responde menos a las coyunturas y ha tendido a bajar continuamente.

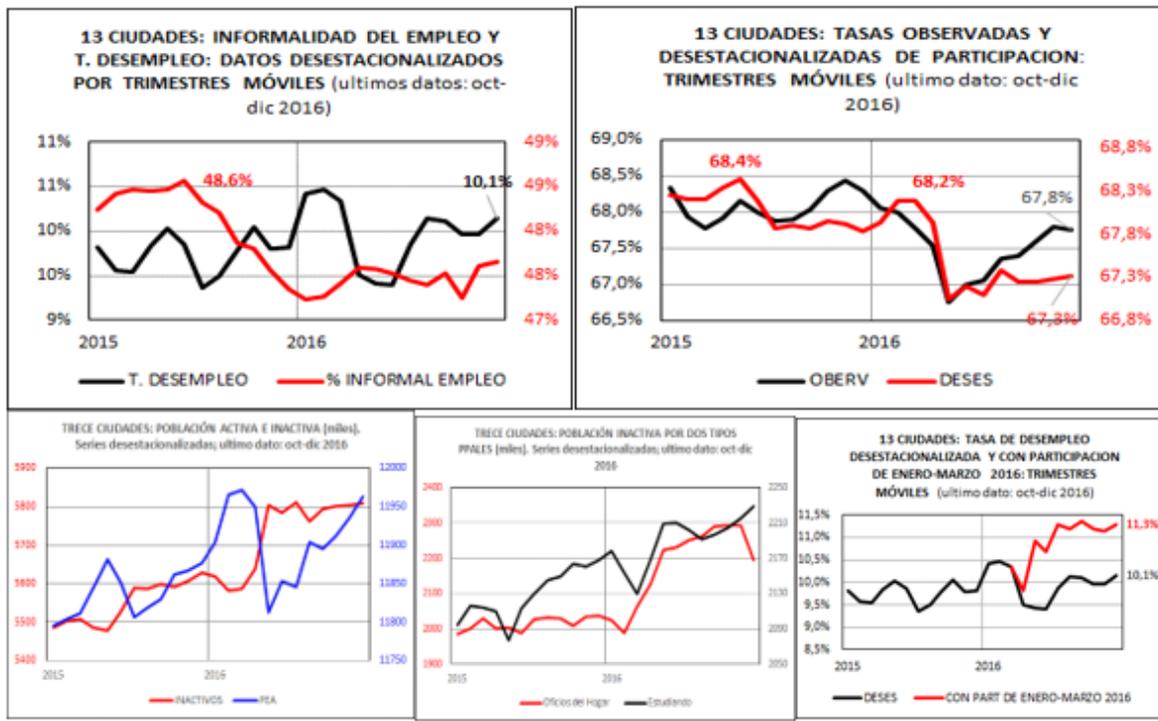
8. Quizá el mayor interrogante que plantea la evolución del mercado laboral urbano durante el año 2016 es por que a pesar de la desaceleración económica y de la caída en el empleo formal, en el valor real de los salarios formales y en el ingreso laboral de los hogares, el desempleo –aunque ha venido subien-

do desde abril-junio- no se ha disparado ni tampoco el porcentaje medio de informalidad, que sigue estando muy por debajo frente al año 2015 (figura 13, panel A). La respuesta está en la reducción de la participación laboral y en el aumento de la inactividad.

En las trece ciudades (panel B), la tasa desestacionalizada de participación laboral se redujo sustancialmente desde enero-marzo (lo mismo pasó a nivel nacional; aunque, a causa de las cifras de los primeros trimestres, el promedio de los cuatro trimestres sugiere una estabilidad entre 2015 y 2016: 64.7 %, 64.5 %). La PEA se trasladó hacia la inactividad (panel C) y, aunque ha venido refluyendo, todavía en octubre-diciembre su volumen era similar al de diciembre-febrero. En cambio, la población inactiva ha subido en 226.000 personas (pasó de 5.582.000 a 5.808.000 entre esos mismos trimestres móviles). Las personas dedicadas a los oficios del hogar (panel D) se elevaron en 220.000 (casi todas mujeres) y los estudiantes inactivos (probablemente casi todos vinculados a la educación superior) en 75.000; mientras tanto los otros inactivos se redujeron en 68.000 ;De manera que el flujo de los inactivos a los activos se detuvo.

La causa de la caída que se produjo en la PEA y del aumento de nivel en la población inactiva fue el desaliento forzosamente pasajero, pero que no sabemos cuánto va a durar, que ha producido la caída del empleo formal y de los salarios reales. Si la participación hubiera conservado el nivel de enero-marzo, el desempleo desestacionalizado durante este año se habría mantenido por encima del 10 %, alcanzando el 11.2 % en octubre-diciembre (panel E). Esa cifra marca el horizonte que podría alcanzar si la tasa de participación se recuperara.

Figura 13: Informalidad, desempleo, inactividad y participación en las trece ciudades (trimestres móviles).



Estimaciones basadas en DANE, gran encuesta integrada de hogares. Para estimar la tasa de desempleo desestacionalizada con participación constante (la de enero-marzo 2016). Se aplica esta definición:  $TD^*t=1-(TOt / TP^*)$ . Donde  $TD^*t$  (tasa de desempleo con participación constante en el mes t);  $TOt$  (tasa de ocupación desestacionalizada en el mes t);  $TP^*$  (tasa de participación desestacionalizada en enero-marzo 2016)

#### 4. Sector externo en la actual coyuntura económica

Durante el 2016 la cuenta corriente de la balanza de pagos mostró un déficit menor en U\$6.239 millones al observado en el año 2015, lo que significa una menor vulnerabilidad externa del país, si se tiene en cuenta que dicho déficit pasó del 6.4% en el 2015 al 4.4% para 2016. A ello contribuyó la disminución del déficit en la balanza comercial, dada la mayor reducción de las importaciones con relación a la caída de las exportaciones que, como lo comentamos ampliamente en nuestro informe anterior, representa el gran problema reciente del país, si lo analizamos por el lado de la prominente reducción de recursos externos generados en nuestra

propia producción, es decir en nuestras exportaciones. A la disminución en el déficit en la balanza de bienes y servicios de 5.225 millones de dólares, hay que sumarle los menores egresos netos por renta de factores del exterior (U\$-4.910 en el año 2016, frente a U\$-5.526) y el crecimiento en las transferencias corrientes hacia el país (U\$5.650 en el 2016 contra U\$5.251 en el 2015).

Cuadro 5: Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos 2016 (millones de dólares)

Cuenta	2015	2016	Variación	Variación porcentual	Contribución
1 Cuenta corriente	-18780,37	-12541,08	6239,29	-33 %	83,7
1.A Bienes y servicios	-18506,19	-13281,04	5225,16	-28 %	59,0 %
Crédito (exportaciones)	45486,66	40760,39	-4726,27	-10 %	-82,0 %
Débito (importaciones)	63992,85	54041,43	-9951,42	-16 %	141,4 %
1.A.b Servicios	-4536,30	-3020,31	1515,99	-33 %	24,3 %
1.B Ingreso primario (Renta factorial)	-5525,67	-4909,58	616,09	-11 %	9,9 %
1.C Ingreso secundario (Transferencias corrientes)	5251,49	5649,54	398,05	8 %	6,4 %

Fuente: Banco de la República, Cálculos propios. (En cuenta corriente los positivos representan ingresos divisas)

Con base en lo anterior, preocupa que la reducción del saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos, obedezca, como era de esperarse, a la ratificada desaceleración de la economía colombiana, pues el crecimiento del producto agregado al final del 2016 fue de solo el 2.0 % en relación con el 3.1 % en el 2015 y el 4.4 % durante el 2014, aunque el PIB del cuarto trimestre de 2016 tuvo un repunte que al final de cuentas sorprendió especialmente desde el frente externo, pues las exportaciones comenzaron a cambiar su tendencia descendente desde diciembre y el descenso de las importaciones se evidenció en menor medida, lo que dejaría entrever un rebote en el PIB y, consecuentemente, una mejora en la actividad económica y sus componentes, soportada adicionalmente, en la esperada recuperación de nuestros socios comerciales.

En relación con el menor déficit en la balanza de bienes y servicios durante el año en consideración, la cuenta de exportaciones e importaciones de bienes presentó un saldo de U\$10.260,72 millones, es decir una reducción de U\$3.709 millones equivalente al 26.6 % con relación al saldo deficitario de esta cuenta en el 2015, cuando

dicho déficit ascendió a los U\$13.969,89 millones, tal como se observa en el cuadro nro. 1. Esta mejoría es el resultado de una menor caída en las exportaciones, (U\$-5.115 millones, representando una variación de -13,4% con respecto al 2015) en relación con la ocurrida en las importaciones (U\$-8.824 millones, variación del -17% con respecto a 2015).

Desde la perspectiva cambiaria, se puede resaltar la moderación en la tendencia depreciativa del peso frente al dólar, que pasó de un promedio de \$2743.39 en 2015, a \$3050.98 en 2016, con una devaluación del 11 %, siendo uno de los factores que en alguna medida estaría explicando los resultados anotados anteriormente. Se precisa recordar que en el primer semestre del año la depreciación alcanzó un 26 % con un precio máximo de la divisa de \$3435 por dólar promediando el mes de febrero, para después ajustarse hasta alcanzar un valor final de \$3001,71 por dólar al final del año, como lo ilustra el siguiente Gráfico.

Figura 14: Tasa representativa del mercado



Fuente; Banco de la República

Al detallar un poco más la balanza del comercio de bienes, cabe resaltar el menor detrimento en los ingresos por exportaciones tradicionales, que cayeron un 19.6%,

contra 44 % en 2015. Este resultado es atribuible a una corrección en la menor demanda minero-energética proveniente del resto del mundo por un lado y, en alguna medida, a la reducción en la oferta petrolera mundial tras un acuerdo en tal dirección de los países miembros de la OPEP, a finales del año. Por su parte las ventas no tradicionales al resto del mundo, tuvieron una gran moderación en su caída al evidenciarse una reducción porcentual del -2.5 % duran el 2016, frente a la caída del 12.6 % registrada en el 2015.

Cuadro 6: Exportaciones Colombiana, 2014-2016

<b>Exportaciones / año</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>Variación</b>	<b>2016</b>	<b>Variación</b>
Exportaciones tradicionales	38.851	21.756	-44,0 %	17.485	-19,6 %
Exportaciones no tradicionales	15.945	13.935	-12,6 %	13.588	-2,5 %
Exportaciones agropecuarias	2.807	2.672	-4,8 %	2.797	4,7 %
Exportaciones mineras	2.079	1.418	-31,8 %	1.831	29,1 %
Exportaciones industriales	11.059	9.844	-11,0 %	8.961	-9,0 %
Exportaciones totales	54.795	35.691	-34,9 %	31.074	-12,9 %

Fuente:Fuente: Banco de la República. Cálculos propios.

Sigue inquietando, sin embargo, el descenso de las exportaciones no tradicionales a pesar de la depreciación que ha tenido la moneda nacional. En efecto, aunque su desaceleración se ha disminuido tal cual se señaló anteriormente, este comportamiento no se compagina con el comportamiento cambiario que se acaba de mencionar. Así las cosas, no cabe duda de que, al insuficiente dinamismo del comercio mundial, habría que agregarle la falta de competitividad de nuestros productos, carencia atribuible a los altos costos de producción por cuenta de los onerosos fletes propios de una inadecuada infraestructura de transporte, a los gravosos costos de la energía y a las altas cargas tributarias que afectan la actividad productiva del país.

Ahora bien, a pesar de la recuperación del sector industrial colombiano, sus expor-

taciones descienden, manteniendo la tendencia evidenciada desde el 2014 año en el que el monto de las exportaciones industriales no tradicionales alcanzó la cifra de U\$11.059 millones frente a los U\$9.844 millones del 2015 y frente a los deprimidos U\$8.961 millones de este año. Las cifras de comercio exterior revelan de manera clara la notable desaceleración del crecimiento económico del país, al evidenciar saldos deficitarios con la gran mayoría de los socios comerciales, hecho evidenciable en el siguiente cuadro que presenta las cifras de la Balanza Comercial de Colombia por zonas comerciales y por países.

Allí se destaca el caso de la Comunidad Andina de Naciones (Perú, Ecuador y Bolivia) con la que se obtuvo un saldo positivo de U\$460,2 millones. Sin embargo, llama la atención la variación negativa de esta balanza comercial (30 %), hecho que obedece tanto a la desaceleración de la economía nacional como a la de estos socios comerciales. Por el lado del triángulo del norte (El Salvador, Guatemala y Honduras) el saldo positivo de U\$370 millones, equivalente a una variación positiva del 31 %, que absorbió en parte la variación negativa que se tuvo con la Comunidad Andina de Naciones.

En materia de importaciones, preocupa sobre manera el descenso significativo en la importación de bienes de capital y materiales de construcción, con una variación negativa del 27.2 %, dada la importancia de este tipo de compras externas con miras al incremento de la productividad del empresario nacional. No cabe duda que la tendencia cambiaria que caracterizó al país en los años 2015 y 2016, encareció relativamente este tipo de inversión, pero su impacto negativo obliga a pensar en acciones públicas que reviertan la tendencia.

Por su parte, la financiación del déficit en cuenta corriente se realizó con inversión extranjera directa y con la compra de TES por parte de inversionistas extranjeros, constituyéndose en las principales fuentes de financiamiento externo del país. De esta manera la cuenta financiera de la balanza de pagos registró entrada de recursos internacionales por valor de US12.764 millones frente a los US18.293 millones durante el 2015 representado una reducción del 30.2 % entre estos dos años.

Cuadro 7: Balanza comercial por países y grupos de países

<b>Origen</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Variación %</b>
Total balanza comercial	-15.907,3	-11.775,9	-26 %
<b>Grupos comerciales</b>			
Aladi	-195,2	-985,5	405 %
Comunidad Andina	658,5	460,2	-30 %
MERCOSUR	-390,3	-982,5	152 %
Unión Europea	-1.960,8	-1.065,4	-46 %
<b>Principales países</b>			
Estados Unidos	-4.928,7	-1.422,5	-71 %
Venezuela	789,3	443,9	-44 %
Perú	239,8	392,2	64 %
Chile	1,5	-15,0	-1102 %
Ecuador	673,0	419,9	-38 %
Japón	-634,0	-628,6	-1 %
Alemania	-1.701,8	-1.172,4	-31 %
México	-2.806,0	-2.361,3	-16 %
Canadá	-393,4	-324,9	-17 %
Brasil	-807,6	-1.034,5	28 %
China	-7.298,2	-7.117,3	-2 %
Resto de países	958,9	1.044,5	9 %

Fuente: Banco de la República. Cálculos propios.

Cuadro 8: Importaciones según clasificación CUODE. Colombia. Millones de dólares

Sector	2015	2016	Variación
Total importaciones	54.058	44.889	-17,0 %
Bienes de Consumo	12.125	10.985	-9,4 %
Materias primas y productos intermedios	23.310	20.346	-12,7 %
Bienes de capital y matriales de construcción	18.601	13.535	-27,2 %
No clasificados	23	23	2,2 %

Fuente: DANE. Cálculos propios.

En el caso de la Inversión Extranjera Directa, estos recursos alcanzaron los U\$13.593 millones, durante el 2016 experimentando una leve recuperación en relación con el año 2015 (US11.732 millones), después de haber alcanzado los US16.163, 14 millones en el año 2014.

Finalmente, en el frente externo, las inversiones de cartera o de portafolio que, como se manifestó anteriormente desde el sector público se concentraron en la compra de TES (US5.205 millones) y en menor proporción en la colocación de títulos de deuda de largo plazo (US1.910 millones), llegaron a los U\$8.906,55 millones, rubro inferior al del año anterior cuando alcanzó U\$9.807,89 millones. En relación con la inversión colombiana en el exterior es importante señalar su leve ascenso al alcanzar la suma de U\$4.516,46 millones, contra US\$4.218 millones en 2015. Así las cosas, la variación en este rubro en los dos últimos años fue del 7,08 %, en tanto que las reservas internacionales brutas crecieron en U\$ 165,12 millones, tal cual se evidencia en el cuadro anterior.

Cuadro 9: Cuenta financiera de la Balanza de Pagos

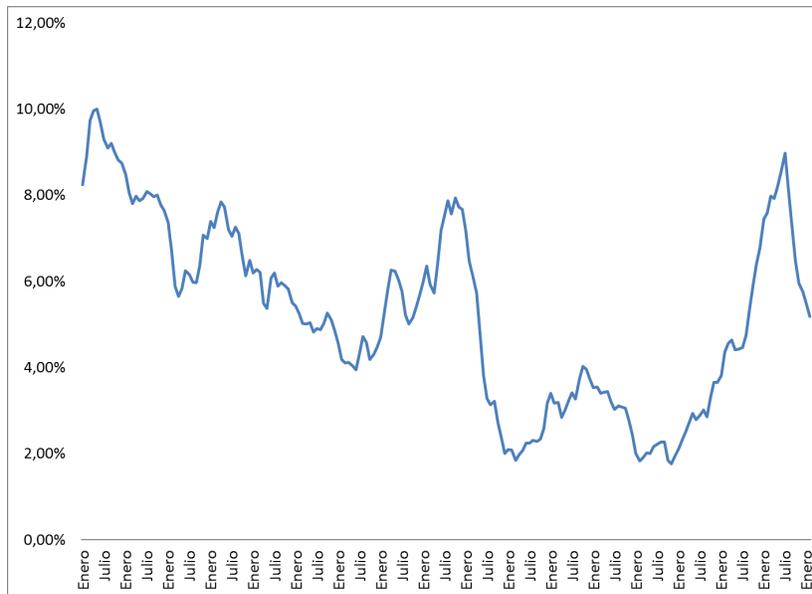
Rubro	2015	2016	Variación	Variación porcentual	Contribución
<b>3 Cuenta financiera</b>	<b>-18.293,29</b>	<b>-12.763,85</b>	<b>5.529,44</b>	<b>-30,2 %</b>	
<b>3.1 Inversión directa</b>	<b>-7.514,43</b>	<b>-9.076,19</b>	<b>-1.561,75</b>	<b>20,8 %</b>	<b>-28,20 %</b>
Inversión en el exterior	4.217,74	4.516,46	298,73	7,1 %	5,4 %
Inversión extranjera directa	11.732,17	13.592,65	1.860,48	15,9 %	-33,6 %
<b>3.2 Inversión de cartera</b>	<b>-10.282,99</b>	<b>-3.693,06</b>	<b>6.589,93</b>	<b>-64,1 %</b>	<b>119,2 %</b>
Adquisición neta de activos financieros	-475,09	5.213,50	5.688,59	-1197,4 %	102,9 %
Pasivos netos incurridos	-9.807,89	-8.906,55	901,34	-9,2 %	16,3 %
<b>3.3 Derivados financieros</b>	<b>2.041,24</b>	<b>-640,38</b>	<b>-2.681,62</b>	<b>-131,4 %</b>	<b>-48,5 %</b>
<b>3.4 Otra inversión</b>	<b>-2.952,46</b>	<b>480,66</b>	<b>3.433,12</b>	<b>-116,3 %</b>	<b>62,1 %</b>
<b>3.5 Activos de reserva</b>	<b>415,35</b>	<b>165,12</b>	<b>-250,23</b>	<b>-60,2 %</b>	<b>-4,5 %</b>
Errores y Omisiones	487,09	-222,76	-709,85	-145,7 %	

Fuente: Banrep, Cálculos propios (En la cuenta financiera, los positivos representan salidas de divisas (activos en el exterior))

## 5. Inflación

La tasa de aumento del índice de precios al consumidor (nuestro principal indicador de inflación) en los últimos 12 meses (febrero/2016 – febrero/2017) fue 5,18 %, inferior a la correspondiente 12 meses antes, 7,59 %, continuando así la tendencia declinante observada desde agosto del año pasado (Gráfico 1 inflación). Bajo ciertas condiciones, que mencionaremos más adelante, es altamente probable que para diciembre de 2017 la tasa anual esté en el rango 3,9 % - 4,3 %, es decir, en un nivel casi igual al techo del rango para la meta de inflación anual de largo plazo (2 % - 4 %), y que ya desde el tercer o cuarto mes de 2018 la inflación registre niveles significativamente inferiores a 4 % anual.

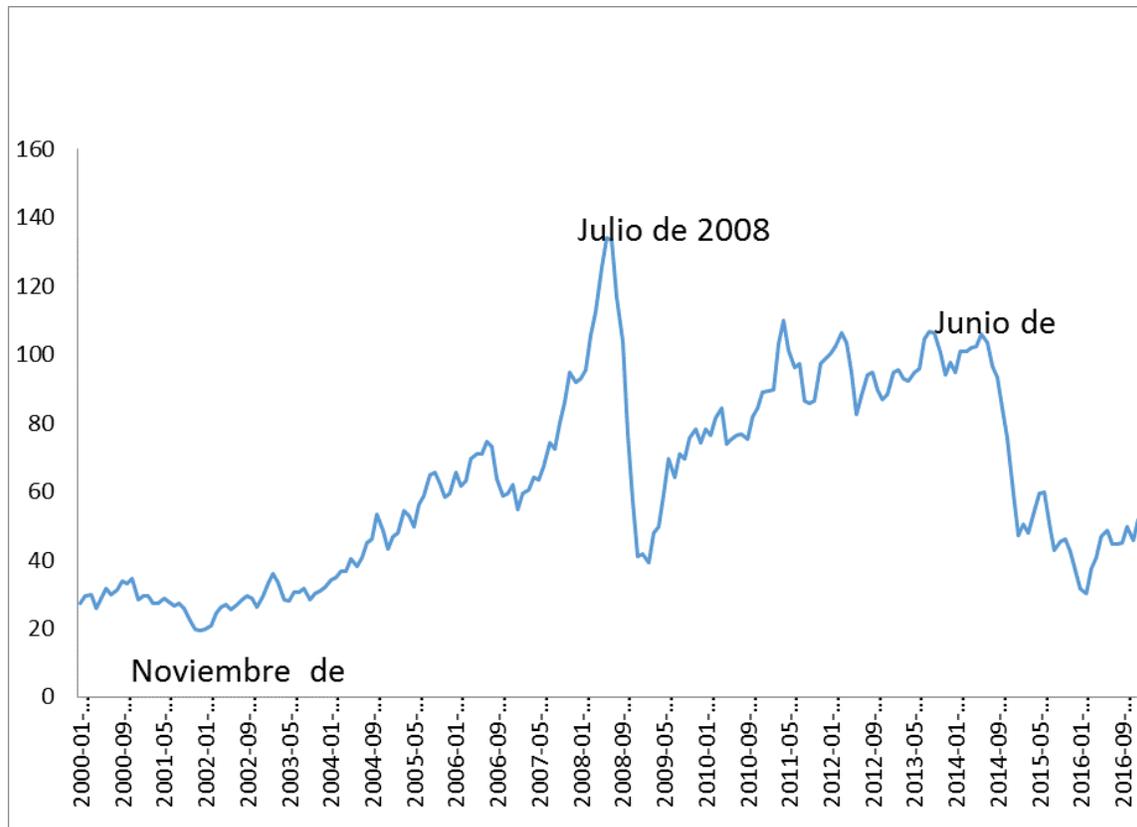
Figura 15: Colombia. Inflación (Tasa anual de aumento del índice de precios al consumidor Enero 2000 - febrero 2017)



Fuente: DANE, Elaboración propia

¿Por qué ha caído la inflación desde su cúspide, 8,97% en julio de 2016? En primer lugar, porque tan altos niveles alcanzados en un plazo muy breve ocasionaron (e hicieron parte también de) desequilibrios insostenibles; en otras palabras, después de la sobrerreacción al alza de la inflación vino la destorcida. Cabe mencionar, al respecto, la respuesta positiva de la oferta de productos a precios excesivos, amén de factores transitorios como los relativos al paro camionero de mediados de 2016, etc.

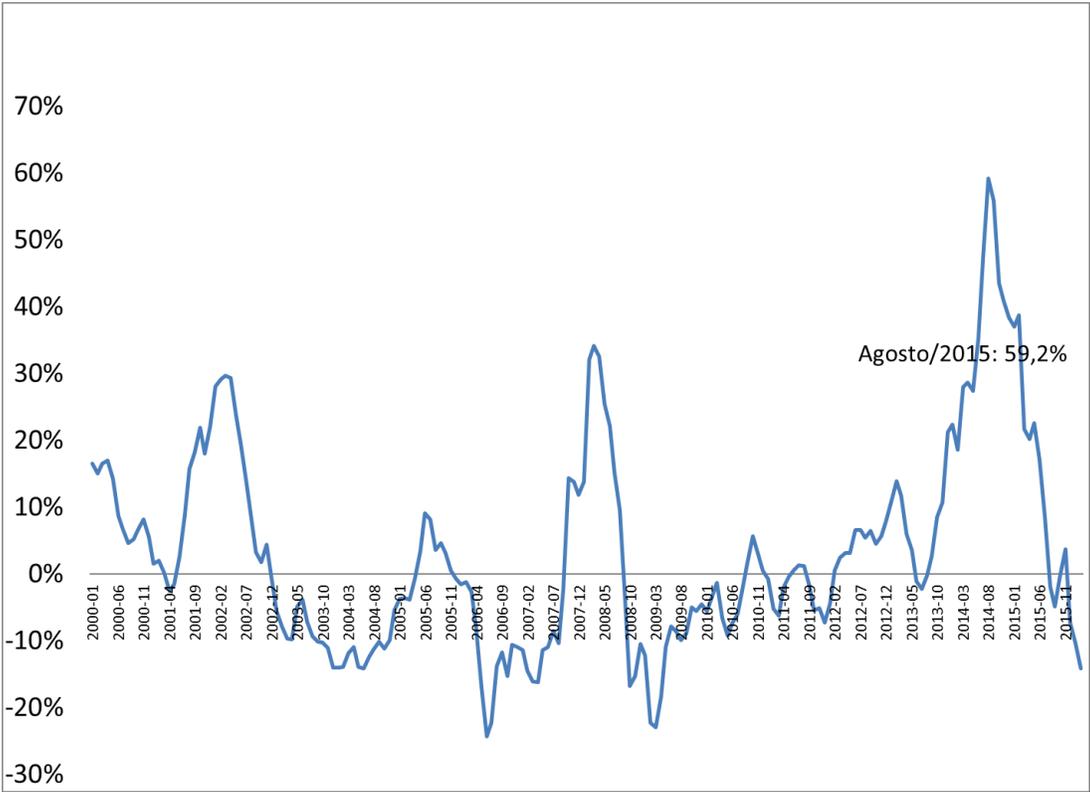
Figura 16: Precio externo del petróleo (Promedio mensual spot del crudo); West Texas Intermediate (WTI); dólares por barril Enero 2000 - enero 2017



Fuente: Federal Reserve Bank of Louis

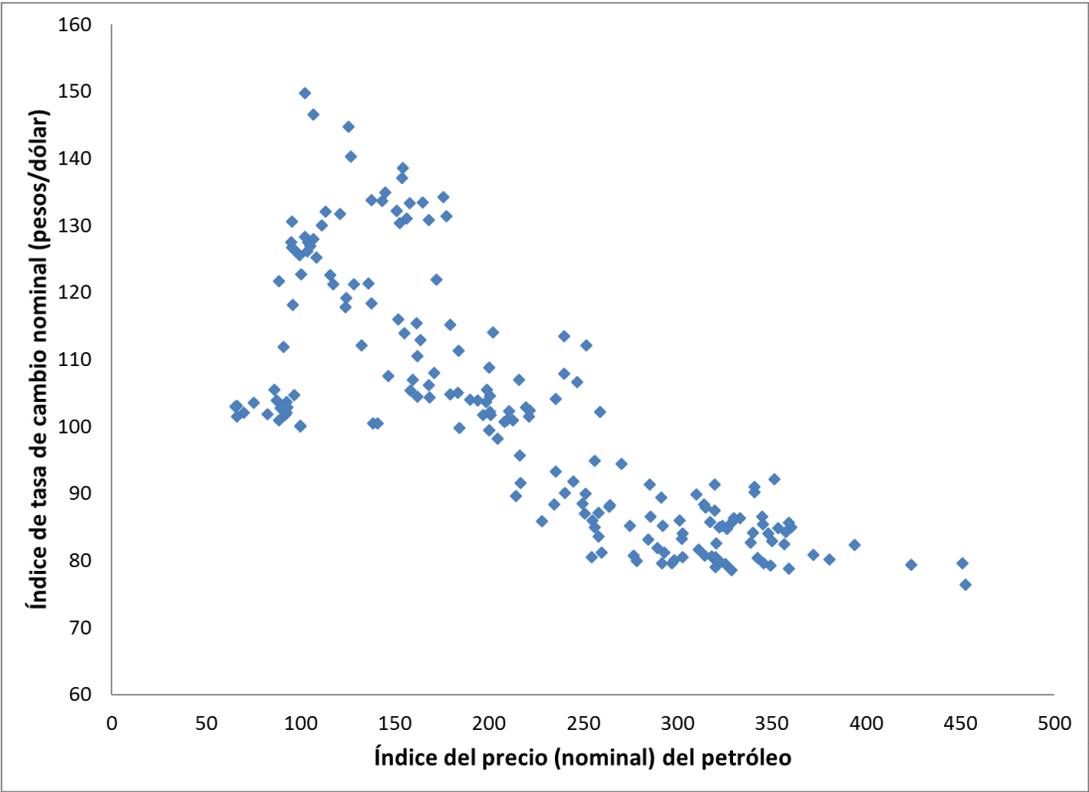
En particular hubo uno especialmente importante: el precio internacional del petróleo dejó de caer y, a continuación, empezó un ascenso oscilante y moderado (gráfico 2) pero, en todo caso, capaz de revertir la tendencia del peso a la devaluación (gráficos 3 y 4).

Figura 17: Colombia. Tasa anual de devaluación nominal (Con base en promedios mensuales del precio del dólar) Enero 2001 - febrero 2017



Fuente: Banco de la República

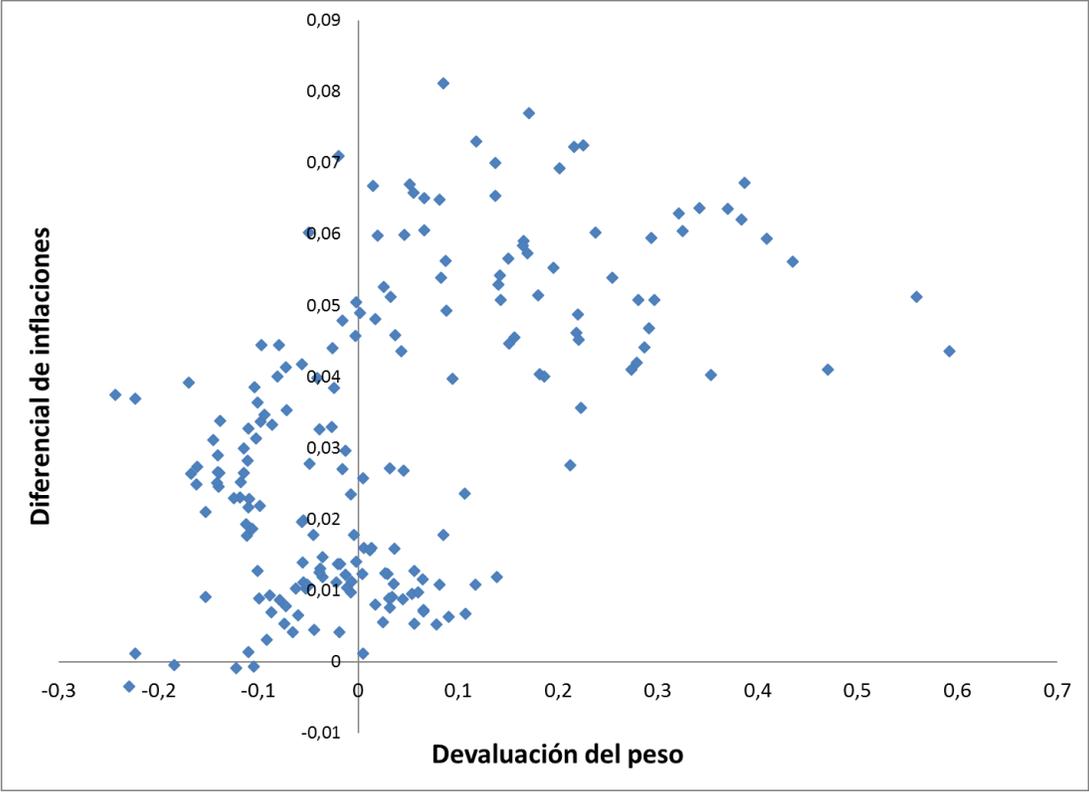
Figura 18: Tasa de cambio nominal (pesos/dólar) versus precio externo del petróleo  
Enero 2001 - enero 2017



Elaboración propia

En efecto, la tasa de devaluación nominal ha caído (gráfico 3), contribuyendo a la caída de la inflación (gráfico 5).

Figura 19: Diferencial de inflaciones (Inflación de Colombia menos inflación de EEUU) versus devaluación del peso frente al dólar enero de 2001 -diciembre de 2016



Elaboración propia

Pero, mirando el futuro, no parece probable que el precio del petróleo vaya a tener, al menos en este año, aumentos significativos y persistentes. Un nuevo auge del precio del petróleo que nos ayude a continuar bajando la inflación debería descartarse.

La política monetaria tendiente a que la inflación retornase al rango meta no fue, en opinión nuestra, agresiva (como se explicó en nuestros informes previos de Coyuntura), así que, a nuestro juicio, su responsabilidad en lo que respecta a la caída de la inflación ha sido más bien indirecta: contribuir a atenuar las expectativas de inflación y devaluación y, entonces, a la recuperación de la credibilidad de la que

gozaba la autoridad monetaria, al menos hasta finales de 2016, entre los principales agentes económicos gracias a la abundante información suministrada por las directivas del Banco de la República acerca de la estrategia prevista para retornar a la senda de inflación dentro del rango meta y a sus pronósticos bien justificados.

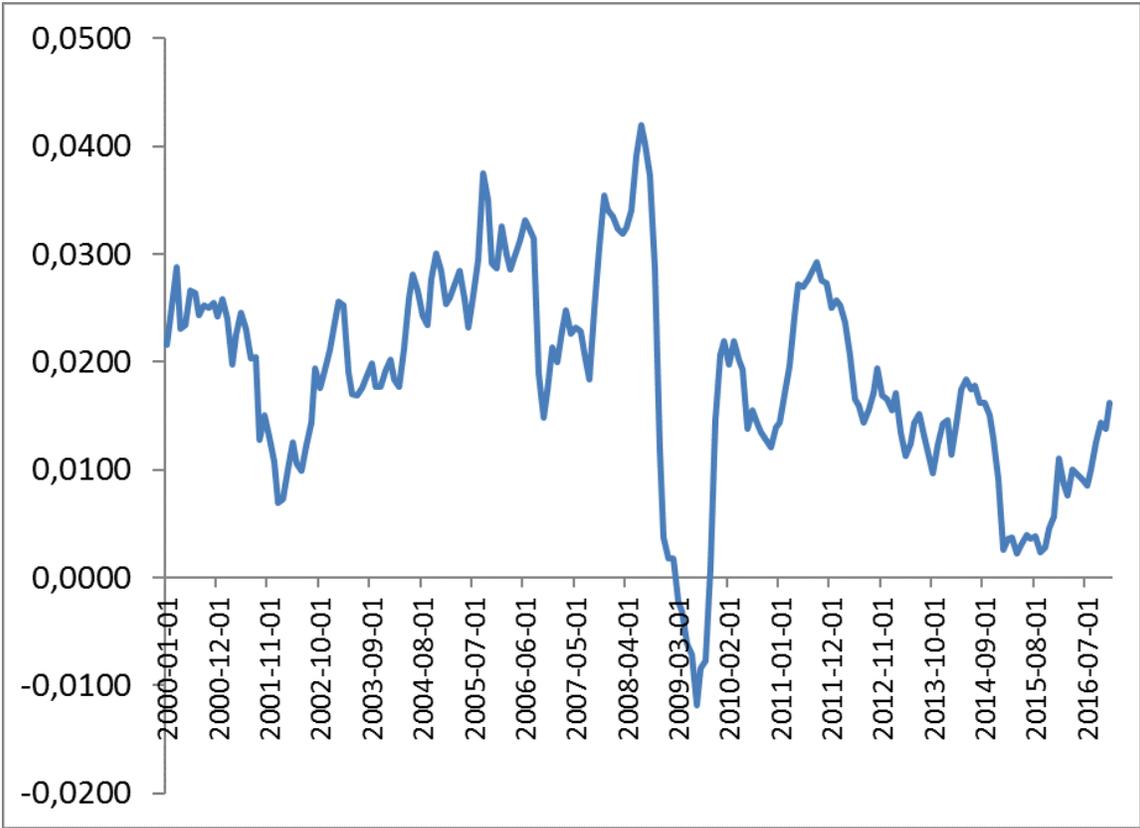
Con todo, dos factores pueden poner en riesgo el plan de hacer retornar la inflación al rango meta a finales de 2017 o principios de 2018: en primer lugar, la nueva autoridad monetaria pareciera más sensible que la anterior a reducir la tasa de interés de intervención del Banco de la República ante nuevas señales de crecimiento demasiado débil del PIB <sup>18</sup>. En segundo lugar, la inflación de Estados Unidos ha empezado a aumentar (gráfico 6). Esto tendría un efecto directo y positivo en la economía colombiana. Y lo que es más importante: el ascenso de la inflación de Estados Unidos ocasionará, en 2017, al menos uno o dos incrementos adicionales de las tasas de interés allí<sup>19</sup>. De confirmarse esta expectativa, la autoridad monetaria colombiana debería contemplar, entonces, la posibilidad de subir la tasa de política a fin de generar aquella revaluación nominal del peso requerida para evitar un nuevo “ciclo” de más devaluación y más inflación.

---

<sup>18</sup> El 2 de enero de este año Juan José Echavarría reemplazó a José Darío Uribe en la gerencia general del banco central, el 24 de febrero su junta directiva decidió reducir la tasa de intervención desde 7,50 % a 7,25 % anual, y a mediados de febrero y principios de marzo Gerardo Hernández y José Antonio Ocampo fueron designados como remplazos de Carlos Gustavo Cano y César Vallejo en la Junta Directiva.

<sup>19</sup>Ya se dio un primer incremento en la tasa de intervención, en la reunión de marzo 14-15.

Figura 20: Estados Unidos. Inflación (Aumento anual del índice de precios de los gastos personales de consumo) Enero de 2000 - diciembre de 2016



Fuente: Federal Reserve Bank of Louis



**Escuela de Economía y Finanzas**  
Centro de Investigaciones Económicas y Financieras  
Grupo de estudios en Economía y Empresa  
Línea de Macroeconomía Aplicada

Carrera 49 N° 7 Sur-50, Medellín - Colombia  
Teléfono: (057-4) 261 9500 Ext 9532 - 2619532  
[cief@eafit.edu.co](mailto:cief@eafit.edu.co)