



◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 26 de mayo de 2017

El 26 de mayo de 2017 se llevó a cabo en la ciudad de Bogotá D. C. la reunión ordinaria de la Junta Directiva del Banco de la República con la presencia del ministro de Hacienda y Crédito Público, Mauricio Cárdenas Santamaría, el gerente general Juan José Echavarría y los directores, Gerardo Hernández Correa, Ana Fernanda Maiguashca Olano, Adolfo Meisel Roca, José Antonio Ocampo Gaviria, y Juan Pablo Zárate Perdomo.

A continuación se presenta una síntesis de la visión del equipo técnico del Banco de la República sobre la situación macroeconómica (sección 1) y posteriormente se reseñan las principales discusiones de política consideradas por la Junta Directiva (sección 2).

Un mayor detalle de la situación macroeconómica elaborada por el equipo técnico del Banco de la República se presentará en el *Informe Mensual de Política*

Monetaria - abril de 2017 y en el anexo estadístico¹.

1. Contexto macroeconómico

- a. En el primer trimestre de 2017 la economía colombiana creció 1,1% anual, un poco por debajo de lo esperado por el Banco (1,3%). Los sectores más dinámicos fueron la agricultura (7,7%) y los servicios financieros (4,4%), mientras que la minería, la construcción, el comercio y el transporte se contrajeron (-9,4%, -1,4%, -0,5% y -0,3%, respectivamente). Frente al trimestre inmediatamente anterior el PIB cayó 0,2%, lo que corresponde a una tasa anualizada de -0,9%.
- b. Por el lado de la demanda, los cálculos del equipo

¹ Nota de la coordinadora editorial: véase el anexo al final de estas minutas.

- técnico sugieren que el consumo de los hogares se habría desacelerado, mientras que el del Gobierno habría aumentado su ritmo de crecimiento; la inversión, por su parte, habría dejado de caer. Con esto, la demanda interna se habría recuperado en algo. El PIB por el lado de la demanda será publicado por el DANE el 26 de mayo.
- c. Las cifras de comercio exterior colombiano (en dólares) para el primer trimestre muestran un crecimiento del valor de las exportaciones de 31,4%, explicado, en buena medida, por las ventas de bienes de origen minero. El valor de las importaciones, por su parte, aumentó 6,9%. Con esto, la balanza comercial de bienes se habría cerrado por cuenta del incremento en las ventas externas superior al de las compras.
- d. La información disponible para el segundo trimestre es escasa pero sugiere que la economía mantiene un bajo dinamismo. Con corte a abril, la producción de petróleo permaneció en niveles similares a los de los últimos seis meses y la de café se redujo sustancialmente frente a la del primer trimestre. Por su parte, el índice de confianza del consumidor, aunque sigue muy por debajo del promedio histórico, mejoró frente a los registros de los meses anteriores.
- e. El crédito a los hogares (consumo e hipotecario) mantuvo crecimientos nominales cercanos a los observados en los últimos meses, mientras que el otorgado a las empresas sigue desacelerándose. Esto en un contexto en el que la transmisión de los recortes de la tasa de política ha sido mayor a las tasas de los créditos comerciales que a las de los créditos a los hogares.
- f. El equipo técnico del Banco mantiene la proyección de crecimiento para todo el año en 1,8%, contenida en un rango entre 0,8% y 2,6%.
- g. En cuanto a la inflación anual, en abril se ubicó en 4,66%, sin cambios de importancia frente al registro de marzo. En el mes, los regulados generaron presiones al alza (al pasar de 4,05% a 6,75%) que compensaron el descenso en la inflación de alimentos (de 3,65% a 2,49%). Los transables y no transables (sin alimentos ni regulados) también tuvieron reducciones en la variación anual de sus precios, pero de menor magnitud. El promedio de los indicadores de inflación básica también permaneció relativamente constante.
- h. Las expectativas de inflación obtenidas a partir de la encuesta a analistas financieros para el cierre de 2017 aumentaron ligeramente y para 2018 se mantuvieron cerca de los niveles de la encuesta de abril. Las obtenidas a partir de los títulos de deuda pública (*break-even inflation* y *forward break-even inflation*) tuvieron algunos aumentos.
- i. En otros países, las cifras disponibles sugieren que las economías latinoamericanas continúan débiles. Para las economías desarrolladas, el panorama es mejor. En los Estados Unidos se espera que el segundo trimestre tenga un mejor desempeño que el primero. La tasa de desempleo se mantuvo baja en abril y el mercado anticipa que la Fed incrementa su tasa de interés en la reunión de junio. En Europa se mantiene el desempeño positivo de los indicadores de confianza del consumidor y de percepción de los industriales.
- j. Los términos de intercambio de Colombia a marzo aumentaron gracias al comportamiento de los precios de los principales productos de exportación del país. Gran parte de esta tendencia continuaría si el petróleo se mantiene en niveles similares a los actuales, lo cual parece ser probable dado el anuncio de extensión, hasta marzo

de 2018, del acuerdo de límites a la producción de la OPEP.

En síntesis, para 2017 se espera que los fuertes choques transitorios que desviaron la inflación de la meta continúen diluyéndose, en un entorno de actividad económica débil. Las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento, que incorporan los anteriores efectos, deberían consolidar la convergencia de la inflación a la meta.

2. Discusión y opciones de política

Los directores estuvieron de acuerdo en que la nueva información confirma una desaceleración del producto superior a la proyectada por el equipo técnico del Banco. En estas condiciones, coincidieron en la conveniencia de una nueva disminución de la tasa de interés de intervención, que reduzca la postura contraccionista de la política monetaria.

Igualmente, señalaron que es esperable que esta senda de reducciones en la tasa de interés tenga los efectos esperados en la actividad económica, en la medida en que los canales de transmisión de la política están funcionando normalmente.

Cuatro miembros de la Junta votaron por reducir la tasa de interés en 25 pb. Consideraron que, si bien los datos recientes de inflación son positivos, la alta persistencia que han mostrado algunas canastas del IPC y la indización que siguen mostrando algunos precios y salarios pueden atentar contra una convergencia eficiente de la inflación a su meta de largo plazo. En este contexto, es razonable llevar a cabo una senda de reducciones graduales de la tasa de interés mientras se consolidan las proyecciones decrecientes de inflación.

Los otros tres miembros de la Junta votaron por una reducción de 50 pb en la tasa de interés. En su opinión, la rápida desaceleración de la actividad económica y la

incertidumbre de los diversos agentes acerca de la recuperación futura del crecimiento, señalan la conveniencia de hacer una reducción significativa en la tasa de interés, que induzca un mayor crecimiento de la demanda interna. Un director opinó que, en la medida en que buena parte de la inflación es inercial, los positivos datos recientes permiten ser más optimistas sobre las proyecciones de inflación.

3. Decisión de política

La Junta Directiva decidió por mayoría reducir la tasa de interés de intervención en 25 puntos base (pb) y la situó en 6,25%.

La decisión de reducir la tasa de interés en 25 pb contó con la aprobación de cuatro miembros de la Junta. Los tres restantes votaron por una reducción de 50 pb. 🗳️

Minutas publicadas en Bogotá D. C., el 9 de junio de 2017.



a n e x o s

Anexo 1

Descripción del contexto externo que enfrenta la economía colombiana, la evolución del comercio exterior, el comportamiento de la demanda interna, el producto y el crédito, y el comportamiento de la inflación y las expectativas de inflación

I. Contexto externo, y balanza de pagos

1. La información disponible estaría confirmando la dinámica del crecimiento de los socios comerciales que se esperaba en el pasado *Informe sobre Inflación*, caracterizada por un crecimiento débil aunque mejor que el del año pasado. Solo en Perú y Brasil se estaría considerando revisar a la baja los pronósticos.
2. En los Estados Unidos, el crecimiento continuó sustentado en la demanda interna, en particular en el consumo. Aunque la tasa de desempleo es baja y cercana a su nivel no-inflacionario, todavía no se observan presiones sobre los salarios que pudieran transmitirse a los precios. Por otra parte, la inflación total y la núcleo disminuyeron de 2,4% y 2% en marzo a 2,2% y 1,9% en abril, respectivamente. Los analistas continúan anticipando una inflación total algo por encima de la meta de largo plazo de la Reserva Federal (2%) en lo restante de 2017 y durante 2018.
3. Los datos de la zona del euro muestran unos mayores niveles de confianza del consumidor (abril) y de la industria (marzo). La inflación aumentó y se situó en abril en 1,9%, cercana a la meta del Banco Central Europeo.
4. Con respecto a la economía china, el 24 de mayo Moody's redujo la calificación crediticia de su deuda soberana, por preocupaciones sobre su nivel de endeudamiento.
5. En América Latina, las cifras disponibles de actividad económica a marzo mostraron un deterioro en Perú y Chile, explicado por los fuertes choques de oferta que estas dos economías están enfrentando. En Brasil, aunque se evidenció una recuperación, la reciente situación política podría afectar en forma importante los resultados futuros. En cuanto a la inflación, ha continuado su descenso en la región, a excepción de México, en donde se ha observado una aceleración importante en lo corrido de 2017. Este último caso estaría asociado a la depreciación acumulada del peso mexicano y al alza en los precios de los combustibles.
6. Las monedas de la región continúan mostrando una tendencia a la apreciación. La excepción ha sido Brasil, en donde la semana pasada se observó una depreciación relacionada con el aumento de la incertidumbre política.
7. Los CDS en América Latina se han mantenido con una leve tendencia descendente. De nuevo, la excepción fue Brasil, país en donde se incrementó debido al escándalo político.
8. Los términos de intercambio de Colombia a marzo aumentaron gracias al comportamiento de los precios de los principales productos de exportación del país. Gran parte de esta tendencia continuaría si el petróleo se mantiene en niveles similares a los actuales, lo cual parece ser el caso dado el anuncio

de extensión, hasta marzo de 2018, del acuerdo de límites a la producción de la OPEP.

Exportaciones (Cuadro 1)

9. En marzo el valor en dólares de las exportaciones registró un crecimiento anual de 37,9%, al cual aportaron todos los grupos de bienes, en especial los de origen minero, que aumentaron 57,9% anual. Se destaca la recuperación de las ventas externas del

grupo resto (asociado a bienes manufactureros), que se expandieron 7,9% anual (Cuadro 1).

10. En lo corrido del año, el valor de las exportaciones totales creció 31,4%, respondiendo, principalmente, al incremento de 57,0% en las ventas externas de bienes de origen minero. Este comportamiento obedece al incremento en los precios (36,2%), ya que las cantidades disminuyeron (-3,3%). Las mejoras más

significativas en los precios se dieron en los bienes de origen minero (61,4% anual en el acumulado a marzo).

11. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en abril las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un descenso anual de 4,8% (según esta fuente, en marzo habían crecido 37,7%, sin embargo el incremento reportado posteriormente por el DANE fue de 40,5%).

Cuadro 1
Comportamiento de las exportaciones en dólares
(porcentaje)

Marzo de 2017				
Variación anual	Principales rubros que contribuyeron			Contribución a la variación anual
	Rubro	Variación anual del rubro		
Total	37,9			
Bienes de origen agrícola	42,3 (7,3)	Café Flores		4,8 1,3
Bienes de origen minero	57,9 (27,9)	Carbón Petróleo crudo		14,7 6,5
Resto de exportaciones ^{a/}	7,9 (2,7)	Productos químicos Minerales no metálicos y metales básicos		1,5 0,9
Acumulado enero-marzo de 2017				
Variación anual	Rubro	Variación anual del rubro		Contribución a la variación anual
Total	31,4			
Bienes de origen agrícola	24,6 (4,1)	Café Banano		3,2 0,5
Bienes de origen minero	57,0 (27,8)	Petróleo crudo Carbón		11,6 10,6
Resto de exportaciones ^{a/}	(1,4) (0,5)	Productos químicos Otros		(0,9) (0,2)

a/ En este rubro las agrupaciones de destinos que más aportaron a su crecimiento fueron Resto de Aladi, Asia y Ecuador, con ascensos anuales de 34,0%, 57,5% y 11,4%, respectivamente. Estados Unidos también creció anualmente (5,7%), Venezuela continúa presentando descensos anuales, 61,4% en marzo. Fuente: DANE.

a. Importaciones (Cuadro 2)

12. En marzo el valor en dólares de las importaciones CIF mostró un crecimiento anual de 14,8%, al cual contribuyeron todos los grupos, destacándose el de las compras de bienes de capital. En los bienes de consumo, los no duraderos cayeron 1,1%, mientras que los duraderos aumentaron 15,6% (Cuadro 2).

13. En lo corrido del año el valor de las importaciones totales aumentó 6,9%; las cantidades crecieron 5,8% y los precios 1,0%.

14. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en abril las importaciones CIF registraron una expansión anual de 1,6% (según esta fuente, en marzo habían crecido 16,2%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue 14,8%).

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

15. La reciente publicación del PIB por el lado de la oferta muestra que la economía colombiana se desaceleró en el primer trimestre de 2017 al crecer 1,1% anual, frente a 1,6% en el cuarto trimestre de 2016. Esta cifra fue levemente inferior a lo esperado por el equipo técnico en el informe trimestral

Cuadro 2
Comportamiento de las importaciones en dólares

Junio de 2016				
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a la variación anual
Total	14,8			
Bienes de capital	30,4	Equipo rodante de transporte	240,4	4,8
	(8,3)	Otro equipo fijo (para la industria)	31,3	1,4
Materias primas	10,4	Productos alimenticios para la industria	59,8	3,2
	(5,0)	Productos mineros (para la industria)	25	2,0
Bienes de consumo		Bienes de consumo no duradero	(1,1)	(0,2)
	6,0	Productos alimenticios	(4,5)	(0,2)
		Tabaco	(48,1)	(0,1)
		Bienes de consumo duradero	15,6	1,6
	(1,5)	Vehículos de transporte particular	28,9	1,5
Acumulado Enero-marzo de 2016				
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a la variación anual
Total	6,9			
Bienes de capital	6,4	Otro equipo fijo (para la industria)	14,7	0,8
	(1,9)	Partes y accesorios de equipo de transporte	18,5	0,7
Materias primas	6,8	Productos alimenticios para la industria	24	1,4
	(3,2)	Productos químicos y farmacéuticos	7,6	1,1
Bienes de consumo		Bienes de consumo no duradero	1,5	0,2
	7,6	Productos alimenticios	3,9	0,2
		Tabaco	(77,3)	(0,1)
	(1,8)	Bienes de consumo duradero	15,4	1,6
	Vehículos de transporte particular	23,8	1,3	

Fuente: DANE.

anterior (1,3%). En términos trimestrales, la actividad económica mostró una contracción de 0,2%, (-0,9% anualizado).

16. Por ramas de actividad, los sectores que más crecieron en dicho trimestre fueron la agricultura y los servicios financieros. En contraste, la minería, la construcción, los suministros de electricidad, gas y agua y el transporte se contrajeron (Cuadro 3). Vale la pena resaltar que el crecimiento de edificaciones y de obras civiles estuvo por debajo de lo esperado por el

Banco. Los pronósticos del equipo técnico para todo el año suponen un dinamismo importante en la construcción, en particular en la de obras civiles.

17. Por el lado del gasto, el DANE publicará los resultados el viernes 26 de mayo. Con información a marzo, las cifras de ventas minoristas apuntan a que el consumo privado se desaceleró con respecto a los registros de finales de 2016 (-1,7% agregado para el primer trimestre vs 4,9% del último cuarto de 2016);

el consumo público se habría recuperado. La inversión se habría acelerado, aunque con un comportamiento dispar en su interior: mejoraría la inversión en bienes de capital (de acuerdo con las cifras en dólares de importaciones de este tipo de bienes), mientras que la de construcción de edificaciones se contraería (según los datos por el lado de la oferta).

18. Con todo lo anterior, la demanda interna habría mostrado un mejor comportamiento que en los trimestres más recientes.

Cuadro 3
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

	2015	2016				2016	2017
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,3	0,0	0,4	(0,5)	2,0	0,5	7,7
Explotación de minas y canteras	0,6	(4,7)	(6,9)	(6,5)	(8,2)	(6,5)	(9,4)
Industria manufacturera	1,2	4,3	5,1	1,5	1,0	3,0	0,3
Electricidad, gas y agua	2,9	2,9	(0,7)	(1,3)	(0,5)	0,1	(0,6)
Construcción	3,9	5,3	0,8	6,8	3,5	4,1	(1,4)
Edificaciones	2,1	10,9	2,8	11,0	0,9	6,0	(7,1)
Obras civiles	5,4	0,4	(0,4)	1,9	5,1	2,4	3,5
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	4,1	2,8	1,9	0,8	1,6	1,8	(0,5)
Transporte, almacenamiento y comunicación	1,4	0,9	0,2	(1,5)	(0,1)	(0,1)	(0,3)
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,3	5,0	5,4	4,4	5,0	5,0	4,4
Servicios sociales, comunales y personales	2,9	3,5	3,2	1,3	0,9	2,2	2,2
Subtotal valor agregado	3,0	2,7	2,2	1,3	1,5	1,9	1,0
Impuestos menos subsidios	4,0	1,3	4,1	0,4	2,8	2,2	2,7
PIB	3,1	2,6	2,4	1,2	1,6	2,0	1,1

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

19. La información sobre el desempeño de la economía para el segundo trimestre es aún escasa, pero sugiere que se observaría nuevamente un crecimiento bajo. El equipo técnico continúa previendo que el repunte del producto se daría principalmente en la segunda mitad del año.
20. Por el lado de la oferta, en abril la producción de petróleo se situó en 857 mbd, lo que implicó una contracción anual de 6,2%. En el mismo mes, la demanda de energía creció 1,0% anual (1,9% el componente regulado y -0,8% el no regulado). En el caso de la industria, la demanda de energía cayó 3,1%.
21. De acuerdo con cifras de la Federación Nacional de Cafeteros, la producción de café en abril fue de 834.000 sacos, lo que implicó una contracción anual de 20%, que contrasta con el promedio observado durante el primer trimestre (alrededor de 13%). En el año corrido, la producción crece 4,8%, afín con lo esperado para el año completo (un nivel de 14,8 millones de sacos que implica un crecimiento anual de 4,0%).
22. Con respecto a los indicadores de demanda, el índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo aumentó en abril pero se mantiene en niveles bajos.
23. Los indicadores del mercado laboral tampoco soportan un consumo de los hogares dinámico. Al descontar el efecto estacional, con cifras a marzo la tasa de desempleo continuó mostrando una tendencia ascendente para el total nacional y las trece áreas. En estas últimas, el número de ocupados no asalariados ha aumentado en los últimos meses, mientras que el de asalariados ha disminuido (series desestacionalizadas).
24. El consumo de bienes durables continuaría registrando un comportamiento mediocre. De acuerdo con las cifras a abril publicadas por la ANDI y Fenalco, las matrículas de vehículos cayeron 15,8% frente al mismo mes de 2016. El componente tendencial de esta serie sigue mostrando un deterioro. Además, este retroceso se dio tanto para el caso de vehículos de uso particular (-18,2%) como en el de uso comercial (-13,0%).
25. El comportamiento del gasto de los hogares se ha dado junto con un crecimiento nominal del crédito de consumo cercano al 13,5%, similar a lo observado en los últimos meses. La cartera hipotecaria también se incrementa a un ritmo cercano al 13% anual (nominal).
26. Dado todo lo anterior, el equipo técnico prevé que el consumo privado continuará mostrando un escaso dinamismo en el segundo trimestre.
27. Con respecto a la formación bruta de capital, las cifras de importaciones de bienes de capital del boletín de comercio exterior de la DIAN con corte a abril (llevadas a pesos constantes), sugieren que la inversión distinta de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles habría dejado de caer. De mantenerse esta dinámica, este renglón del PIB crecería en el segundo trimestre del año.
28. Por último, en cuanto al comercio exterior, con corte a abril el avance de la DIAN sugiere que tanto las exportaciones como las importaciones en pesos constantes habrían crecido. En el primer caso, las ventas al exterior de carbón, banano, café y oro continuarían aportando a la expansión del rubro. En el segundo, se observarían mejores desempeños de las compras de bienes de capital y de materias primas.
29. Todo lo anterior indica que se estarían materializando algunos riesgos

bajistas contemplados en informes anteriores. No obstante, el equipo técnico del Banco de la República mantiene la proyección de 1,8% de crecimiento del PIB en todo 2017, contenido en un rango de entre 0,8% y 2,6%, a la espera de nueva información que permita tener más claridad sobre las tendencias de la economía.

III. Comportamiento de la inflación y precios

30. A diferencia de los meses anteriores, en abril la inflación anual al consumidor se mantuvo relativamente estable frente al registro de marzo y se situó en 4,66% (disminuyó 3 pb) (Cuadro 4). Cabe señalar que la inflación anual alcanzó un máximo reciente en julio de 2016, cuando se ubicó en 8,97%.
31. La variación mensual del IPC fue 0,47%, superior a la estimada por el mercado (0,38%). Para el año corrido a abril el IPC acumula un aumento de 3,0%.
32. Como viene sucediendo desde agosto pasado, la mayor presión a la baja provino del IPC de alimentos. Los transables y no transables (sin alimentos ni regulados) también contribuyeron a la disminución de la inflación, aunque en menor magnitud. Por el contrario, la variación anual del IPC de regulados se aceleró de forma significativa, y contrarrestó el descenso en las otras canastas.
33. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, también permaneció relativamente estable (pasó de 5,55% en marzo a 5,52% en abril). En los últimos cinco meses este promedio no ha mostrado cambios importantes, fluctuando entre 5,5% y 5,6%. En el mes, tres de los cuatro indicadores se redujeron frente al dato de marzo: el IPC núcleo 20 (de 6,01% a 5,84%), el IPC sin alimentos ni regulados (de 5,44% a 5,28%) y el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos (de 5,61% a 5,37%). Tan solo el IPC sin alimentos aumentó (de 5,13% a 5,60%) sobre todo por el peso que tienen los regulados en su cálculo (Cuadro 4).
34. Al interior del IPC sin alimentos, la variación anual de transables (sin alimentos ni regulados) disminuyó de 5,59% en marzo a 5,35% en abril. Con esto se completaron dos meses de reducción de este indicador, lo que sugiere, entre otras cosas, que el efecto del aumento de los impuestos indirectos (por la reforma tributaria de diciembre de 2016 y la ley de licores) ya se habría transmitido en gran medida al nivel de precios al consumidor. Como se recordará, el grueso del impacto de los mayores impuestos recae sobre esta canasta, cuyos precios se aceleraron en enero y febrero, pese a las escasas presiones provenientes del tipo de cambio y de la demanda.
35. Respecto al IPC de no transables (sin alimentos ni regulados), su variación anual disminuyó de 5,33% en marzo a 5,22% abril. A esta caída contribuyó sobre todo arriendos, que en abril se desaceleró por primera vez en lo corrido del año (de 4,48% en marzo a 4,28% en abril). Otros componentes de los no transables como servicios de educación y salud, cuyos precios suelen tener una alta respuesta a los ajustes salariales y que además son altamente indexados, continuaron exhibiendo una variación anual alta, cercana o superior al 7,0%, aunque algo menor que la de marzo.
36. En cuanto a los regulados, la variación anual del IPC pasó de 4,05% en marzo a 6,75% en abril. Una baja base de comparación en el mismo

Cuadro 4
Comportamiento de la inflación a abril de 2017

Descripción	Ponderación	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17
Total	100,00	5,75	5,47	5,18	4,69	4,66
Sin alimentos	71,79	5,14	5,26	5,17	5,13	5,60
Transables	26,00	5,31	5,37	5,75	5,59	5,35
No transables	30,52	4,85	4,83	5,06	5,33	5,22
Regulados	15,26	5,44	5,93	4,55	4,05	6,75
Alimentos	28,21	7,22	5,97	5,21	3,65	2,49
Perecederos	3,88	(6,63)	(10,15)	(9,60)	(13,09)	(14,47)
Procesados	16,26	10,74	9,38	7,69	6,28	5,12
Comidas fuera del hogar	8,07	8,54	9,26	9,31	8,94	8,08
Indicadores de inflación básica						
Sin alimentos		5,14	5,26	5,17	5,13	5,60
Núcleo 20		6,18	6,18	6,03	6,01	5,84
IPC sin perecederos, ni comb. ni servicios públicos		6,03	5,95	5,74	5,61	5,37
Inflación sin alimentos ni regulados		5,05	5,06	5,35	5,44	5,28
Promedio indicadores inflación básica		5,60	5,61	5,58	5,55	5,52

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

- mes del año pasado en energía (por las disminuciones de las tarifas en Bogotá), el reajuste de las tarifas de Transmilenio en 10% y el incremento en el precio de los combustibles, explican en buena parte dicho comportamiento. A ello se sumó el alza en las tarifas de acueducto.
37. En relación con los alimentos, en abril continuó el proceso de normalización de la oferta y de los precios, como se esperaba luego del choque climático del año pasado. A ello ha contribuido también la mayor estabilidad del tipo de cambio y las pocas

presiones provenientes de los precios internacionales de materias primas agrícolas importadas por el país. Así, la variación anual del IPC de alimentos se redujo de 3,65% en marzo a 2,49% en el último mes, impulsada por los menores ajustes o descensos de los precios de los alimentos perecederos y de los alimentos procesados o semiprocesados como la carne de res. Adicionalmente, la variación anual de comidas fuera del hogar, que hasta febrero ejerció presiones alcistas, descendió por segundo mes

consecutivo en abril (a 8,08%) (Cuadro 4).

38. Los costos no laborales retomaron en abril la senda descendente que traían desde mediados del año pasado. De esta manera la variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) pasó de 0,55% en marzo a 0,39% en abril.
39. Para los costos laborales, la última información disponible para salarios muestra que han seguido aumentando a tasas relativamente altas respecto a la meta de inflación del 3,0%, aunque en

algunos casos a un ritmo menor que el de meses anteriores. En particular los salarios de la industria manufacturera se ajustaban en marzo a una tasa anual de 7,1%, los del comercio a 5,8% y los de la construcción de vivienda en abril al 6,0%. Los costos salariales estarían generando presiones alcistas sobre ciertos segmentos del IPC, sobre todo en servicios, pese a que el mercado laboral se encuentra relativamente holgado.

40. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de mayo), las expectativas

de inflación se mantuvieron relativamente estables frente a las obtenidas en la encuesta del mes anterior. En particular, la inflación esperada para diciembre de 2017 aumentó de 4,39% en abril a 4,45% en mayo, al igual que lo hicieron, aunque en menor magnitud, las expectativas a doce meses (de 3,65% a 3,67%). Por el contrario, la inflación esperada a veinticuatro meses no cambió significativamente (de 3,40% a 3,39%).

41. La inflación implícita en los títulos de deuda pública (*Breakeven inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR para lo corrido de mayo (hasta

el 24) se ubica en 3,23% a dos años y en 3,27% a tres y cinco años. Frente al promedio de abril, el BEI promedio se redujo 2 pb para el plazo a dos años, mientras que aumentó 7 pb y 12 pb para los plazos a tres y cinco años, respectivamente.

42. Por último, utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2017 es de 5,24% (este se obtiene adicionando a la expectativa de inflación para lo que resta del año, la inflación acumulada observada). Para los años 2018, 2019 y 2020 corresponde a 3,36%, 3,32% y 3,27%, respectivamente.

◆ Comunicados de prensa

Fondo Monetario Internacional (FMI) emite comunicado anunciando la conclusión de la consulta del Artículo IV con Colombia. Destaca el exitoso ajuste económico del país y elogia a las autoridades por las medidas de política tomadas oportunamente

4 de mayo de 2017

El FMI emitió esta mañana en Washington un comunicado anunciando la conclusión de la consulta del Artículo IV con Colombia. La Misión de ese organismo visitó nuestro país y presentó su informe sobre Colombia a su Directorio Ejecutivo en donde destaca el ajuste ordenado del país ante la combinación de los choques externos e internos.

El Directorio Ejecutivo del FMI felicitó a las autoridades económicas del país por el sólido marco de política y la aplicación de medidas oportunas que facilitaron el ajuste ordenado de la economía ante los choques internos y externos. Asimismo, elogia el papel del Banco de la República cuyas oportunas decisiones están llevando las expectativas de inflación al rango meta y señalaron que existe margen para relajar la política monetaria en la medida que las expectativas de inflación lo permitan. Indicaron también que el ritmo de dicho relajamiento dependerá de la información sobre el comportamiento de la economía y la inflación.

En su comunicado el Directorio Ejecutivo del FMI reconoce la calidad del ajuste de la economía colombiana frente a los fuertes choques que ha recibido,

señalando que, a pesar del mismo, se continuó reduciendo la pobreza y la desigualdad. Asimismo, recalcan la solidez del sistema financiero colombiano, la convergencia hacia los estándares internacionales de Basilea III y la reciente ley de conglomerados financieros. Se destaca que las perspectivas de mediano plazo son favorables para nuestro país tanto por la implementación del acuerdo de paz como por la reforma tributaria estructural y por el programa de desarrollo de la infraestructura.

Compras/ventas de divisas y TES y portafolio de TES del Banco de la República

8 de mayo de 2017

El Banco de la República informa que en abril del 2017 no realizó compras ni ventas de divisas.

Durante el mismo mes, el Banco no efectuó compras ni ventas definitivas de TES B. Al finalizar abril, el saldo de dichos títulos en su poder era \$9.356,1 miles de millones (valor a precios de mercado). En mayo del 2017 hay vencimientos de TES en poder del BR por \$103 miles de millones (valor nominal).

El portafolio del Banco (expresado en valores nominales) se compone de TES denominados en pesos (\$8.074,8 miles de millones) y TES denominados en UVR (UVR1,5 miles de millones).

El gerente general del Banco de la República, Juan José Echavarría, presenta: “Situación actual y perspectivas de la economía colombiana”

15 de mayo de 2017

En este informe se presenta información al mes de abril, sin embargo, se debe tener en cuenta que las decisiones de la pasada Junta Directiva del Banco de la República realizada a finales de dicho mes consideró la información de inflación disponible al mes de marzo. Se han presentado variaciones importantes en el último mes.

1. Inflación

En abril de 2017 la inflación anual al consumidor descendió por noveno mes consecutivo y se situó en 4,7%. El menor ritmo de aumento en el precio de los alimentos continuó explicando la desaceleración de los precios al consumidor. Por su parte, el IPC sin alimentos (5,6%) y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica (5,52%), la cual se refiere a aquella que no tiene en cuenta los precios que responden a choques de oferta, o que son muy volátiles, volvieron a registrar en abril un descenso lento en sus variaciones anuales, con tasas superiores a la meta del 3% y similares a las observadas en diciembre pasado.

Varios factores podrían explicar el lento descenso de la inflación básica. Uno de ellos, de carácter transitorio, fue el aumento del IVA y de otros impuestos indirectos, cuyo impacto sobre el nivel de precios se habría dado, en su mayor parte, en los primeros meses de 2017. El grupo de transables sin alimentos ni regulados habría sido el más impactado por

el aumento en los impuestos y esto explicaría en buena parte su aceleración. El precio de la gasolina, también afectado por la reforma tributaria, registró aumentos altos, e impidió mayores descensos en la variación anual del grupo de regulados.

La indexación de precios y salarios ha elevado la persistencia de la inflación, un factor que también ha contribuido a retardar la reducción de la inflación. Este efecto se ha reflejado con mayor intensidad en el grupo de no transables, cuya variación anual se aceleró en los primeros tres meses del año. En efecto, sectores intensivos en mano de obra como la educación y los servicios de salud, que no fueron incluidos en la reforma tributaria, han registrado importantes aumentos de precios, similares al incremento del salario mínimo y del nivel general de salarios. La indexación también está afectando la variación de precios en arrendamientos, que en lo corrido del año a marzo venía registrando un incremento lento pero constante.

La menor variación anual del IPC y las acciones de política monetaria han contribuido a reducir las expectativas de inflación, algunas de las cuales ya se encuentran dentro del rango meta del Banco de la República (2-4%). En particular, las expectativas que resultan de los papeles de deuda pública señalan que en 2018 la inflación promedio se ubicaría en 3,18% y a plazos más largos cerca del 3%.

2. Crecimiento

La economía colombiana se encuentra culminando el proceso de ajuste en su demanda interna en respuesta al deterioro del ingreso nacional registrado desde mediados de 2014. Ante este deterioro, reflejado principalmente en una caída de los ingresos públicos, la reforma tributaria era necesaria para alcanzar un ajuste ordenado de la economía, garantizar la sostenibilidad fiscal y externa del país y, en general, propender por la inversión y el crecimiento económico sostenible. No obstante, en el corto plazo, el aumento del IVA y de otros impuestos indirectos

ha afectado la capacidad de gasto de los hogares y por esta vía el consumo. El menor poder adquisitivo de las familias debido al incremento de la inflación y las acciones de política monetaria necesarias para hacer retornar la inflación a la meta del 3%, también han sido factores que han contribuido a la desaceleración del crecimiento económico. Adicionalmente, aunque se ha observado alguna recuperación de la demanda externa, su crecimiento sigue bajo y ha sido insuficiente para impulsar de forma robusta las exportaciones del país.

Con este contexto macroeconómico, las cifras de actividad económica para el primer trimestre de 2017 sugieren que la dinámica de la demanda interna habría sido más débil que la estimada tres meses atrás. Indicadores como el índice de confianza del consumidor y las ventas al por menor apuntan hacia un consumo creciendo a tasas históricamente bajas. La inversión podría registrar una recuperación modesta, principalmente por el comportamiento de las obras civiles. La dinámica de las exportaciones netas habría restado al crecimiento. Con estas cifras, el equipo técnico del Banco de la República estima un crecimiento económico de 1,3% para el primer trimestre de 2017, en un rango entre 0,8% y 1,8%.

Para lo que resta de 2017 cabe esperar un crecimiento económico bajo, con una recuperación modesta en el segundo semestre del año. La dinámica de la demanda interna seguiría débil, liderada principalmente por la inversión en obras civiles. Es probable que la demanda externa y los términos de intercambio del país se sigan recuperando, en un entorno de comercio mundial más dinámico pero con alta incertidumbre. Por todo lo anterior, el equipo técnico redujo la proyección de crecimiento para todo 2017 desde 2,0% a 1,8%, contenida en un rango entre 0,8% y 2,6%.

3. Balance de riesgos y decisiones de política monetaria

La economía colombiana continúa ajustándose a los fuertes choques registrados desde

2014 y es probable que el déficit en la cuenta corriente se siga corrigiendo. La dinámica del producto ha sido más débil que la proyectada y aumentó el riesgo de que la desaceleración de la economía sea más fuerte que la compatible con el ajuste al deterioro registrado en el ingreso nacional. La inflación sigue disminuyendo, pero esto obedece principalmente a la dinámica favorable del precio de los alimentos. La reversión de la inflación básica ha sido más lenta que la total, afectada por los aumentos de los impuestos, por los mecanismos de indexación y por el incremento de la persistencia de la inflación.

Ante esta coyuntura macroeconómica, en la pasada reunión celebrada a finales del mes de abril y que se basó en la información disponible hasta dicho momento, la Junta del Banco de la República ponderó los siguientes factores en su decisión:

- La creciente debilidad de la actividad económica y el riesgo de una desaceleración mayor a la prevista.
- La incertidumbre sobre la velocidad de la convergencia de la inflación a la meta del 3%. La reducción de la inflación se explicó en su mayor parte por el comportamiento de los precios de los alimentos. Los mecanismos de indexación y el aumento en la persistencia de la inflación pueden prolongar la convergencia de la inflación a dicha meta.
- El nivel actual de la tasa de interés real de política es todavía contractivo. Dicha tasa se mide teniendo en cuenta las expectativas de inflación, las cuales se vienen reduciendo.

Al analizar lo anterior, la Junta decidió reducir en 50 puntos básicos su tasa de interés de referencia ubicándola en 6,5%, nivel acorde con el balance de riesgos y coherente con el objetivo de llegar a la meta de inflación del 3% en 2018. Reducciones adicionales tendrán en cuenta el balance de riesgos entre una convergencia lenta de la inflación al 3% y una mayor desaceleración de la actividad económica con respecto a lo previsto.

El Banco de la República reduce la tasa de interés de intervención en 25 puntos base (pb) y la sitúa en 6,25%

26 de mayo de 2017

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión de hoy decidió bajar la tasa de interés de intervención en 25 pb y dejarla en 6,25%. En esta decisión, la Junta tomó en consideración principalmente los siguientes aspectos:

- En abril la inflación anual se situó en 4,66% y el promedio de las medidas de inflación básica en 5,52%, cifras similares a las registradas un mes atrás. Las expectativas de inflación de los analistas para diciembre de 2017 y 2018 se sitúan en 4,45% y 3,57%, respectivamente. Aquellas derivadas de los papeles de deuda pública registraron cambios leves y para 2018 están ligeramente por encima del 3%.
- Los efectos de los fuertes choques transitorios de oferta que desviaron la inflación de la meta se siguen diluyendo. Así lo indica, por ejemplo, la desaceleración del IPC de alimentos. Por su parte, el promedio de las medidas de inflación básica continuó descendiendo lentamente, afectado por la indexación de precios y salarios y por el incremento en los impuestos indirectos.
- Se espera que el crecimiento de nuestros socios comerciales sea algo mayor que el registrado en 2016. Sin embargo, en lo corrido del año se ha incrementado la incertidumbre sobre el comportamiento de la demanda externa y de los precios de los bienes básicos.
- En Colombia, el crecimiento económico del primer trimestre de 2017 fue bajo (1,1%) y algo inferior a lo proyectado por el equipo técnico del Banco (1,3%). Para

el segundo trimestre, los indicadores de actividad económica sugieren un bajo dinamismo.

Con base en esta información, la Junta ponderó los siguientes factores en su decisión:

- La creciente debilidad de la actividad económica y el riesgo de una desaceleración más allá de la compatible con el deterioro en la dinámica del ingreso, originado por la caída en los precios del petróleo. Los indicadores recientes apuntan a un mayor riesgo de aumentos en los excesos de capacidad de la economía, aunque la incertidumbre sobre el tamaño de estos es elevada.
- La incertidumbre sobre la velocidad de la convergencia de la inflación a la meta

del 3%. La inflación se mantuvo estable, similar a lo esperado por el equipo técnico del Banco. Los mecanismos de indexación y el aumento en la persistencia de la inflación continúan reflejándose en el comportamiento de los indicadores de inflación básica y pueden prolongar la convergencia de la inflación a la meta del 3%.

- El nivel actual de la tasa de interés real de política *ex ante* es contractivo.

En este entorno, hubo unanimidad de la Junta en seguir reduciendo la tasa de interés de intervención. La decisión de reducir la tasa de interés en 25 pb contó con la aprobación de cuatro miembros de la Junta. Los tres restantes votaron por una reducción de 50 pb.