



## ◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 28 de abril de 2017

El 28 de abril 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 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 Trimestral de Política*

*Monetaria*, marzo de 2017 y en el anexo estadístico<sup>1</sup>.

### 1. Contexto macroeconómico

- a. La información disponible de oferta y demanda sugiere que el crecimiento anual de la economía colombiana en el primer trimestre fue débil y algo menor que lo esperado.
- b. Para el primer trimestre de 2017 el crecimiento se habría situado entre 0,8% y 1,8%, con 1,3% como cifra más probable.
- c. Para todo el año el equipo técnico del Banco revisó el pronóstico a la baja. Así, para 2017 se estima una expansión del PIB entre 0,8% y 2,6%, con 1,8% como cifra más probable. Por otra parte, el déficit

<sup>1</sup> Nota de la coordinadora editorial: véase el anexo al final de estas minutas.

- en la cuenta corriente se ubicaría en 3,6% del PIB, con un rango entre 3,0% y 4,1%.
- d. Estas proyecciones suponen un crecimiento de la demanda externa y unos términos de intercambio algo mejores que los registrados en 2016. Igualmente que el financiamiento externo se encarecería por cuenta de las tasas de interés externas más altas.
  - e. En Colombia la demanda interna tendría un mejor desempeño que el de 2016, por cuenta de un crecimiento de la inversión, en especial de las obras civiles. El consumo de los hogares tendría un ritmo de aumento algo menor al del año anterior, mientras que el del Gobierno se aceleraría de forma leve. Con esto, por el lado de la demanda el crecimiento en 2017 sería algo más balanceado que el observado en 2016.
  - f. En cuanto a la inflación, en marzo se ubicó en 4,69% anual, mientras que la inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores que monitorea el Banco, se mantuvo sin cambios significativos.
  - g. Si bien la mayor parte de la desaceleración en el mes la explica el comportamiento de los alimentos, la disminución en la inflación de transables (sin alimentos ni regulados) sugiere que el efecto alcista de la reforma tributaria y de la Ley de Licores se habría dado, en su mayoría, en los primeros meses del año. La aceleración en la inflación de no transables (sin alimentos ni regulados) sugiere que la indexación de precios y salarios podría estar ganando importancia.
  - h. Las expectativas de inflación de los analistas económicos y las obtenidas de la encuesta trimestral de expectativas económicas a diciembre de 2017, a doce y a veinticuatro meses disminuyeron. Las que se extraen de los títulos de deuda pública a dos años y más continúan con su tendencia a la baja.
  - i. En el contexto externo, la información disponible para el primer trimestre sugiere que las economías de los Estados Unidos y de la zona del euro pudieron haberse desacelerado en el primer trimestre. Sin embargo se recuperarían en lo que resta del año. Para China el registro del PIB estuvo por encima del observado en 2016 y del esperado por el mercado.
  - j. En América Latina, los indicadores de actividad y de confianza muestran estabilidad o alguna recuperación, aunque se mantendrían crecimientos bajos. En marzo continuaron las entradas de capital dirigidas a renta fija. Las monedas de estos países han seguido con una tendencia a la apreciación.
  - k. Los términos de intercambio de Colombia se habrían mantenido en niveles superiores a los de un año atrás, gracias al incremento en el precio de los principales productos de exportación del país (en especial petróleo y carbón). En el caso del petróleo, si bien se han observado fluctuaciones importantes en su cotización, en lo corrido del año esta se ha mantenido por encima de los USD 50 por barril (referencia Brent).

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 un poco más débil de lo previsto en el Informe trimestral anterior. 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

En la discusión de política los miembros de la Junta Directiva estuvieron de acuerdo en los siguientes aspectos:

- La economía colombiana ha mostrado un proceso de ajuste ordenado frente a los fuertes choques recibidos en los años pasados, lo que se ha reflejado en la presencia de excesos de capacidad instalada.
- La información disponible del último mes continúa mostrando una creciente debilidad de la actividad económica, lo que llevó al equipo técnico a reducir el pronóstico de crecimiento del 2017 a 1,8% como la cifra más probable.
- Las expectativas de la inflación y la inflación observada disminuyeron en el último mes. No obstante, su descenso se debe, en buena parte, a una reducción en la variación anual de los precios de los alimentos. Los mecanismos de indexación y el aumento en la persistencia de la inflación se reflejaron en el aumento de la variación de los precios de los bienes no transables.
- El nivel actual de la tasa de interés real de política sigue siendo contractivo.

Con la disminución de las expectativas de inflación presentada en el último mes, el nivel actual de la tasa de intervención es aún más contractivo.

Dado la anterior y frente al balance de riesgos, todos los miembros de la Junta Directiva estimaron oportuno reducir las tasas de intervención pero con diferencias en cuanto al monto a reducir.

En efecto, cuatro directores consideraron conveniente reducir en 50 puntos base (pb). Estimaron que esta reducción es coherente con la nueva información respecto al menor crecimiento de la economía, la reducción en las expectativas de inflación y con la senda esperada de disminución de la inflación para llegar a la meta de 3% en el 2018.

Otros directores votaron por reducir la tasa en 25 pb. Argumentaron que existen razones para reducir la tasa de interés de intervención, como es el caso del comportamiento de las expectativas de inflación y de los indicadores de actividad real. Sin embargo, la persistencia de altos niveles de

inflación y la elevada indización que aún muestra la economía señalan que la senda de reducciones de las tasas de interés debe ser gradual, prudente y moderada, si se quiere cumplir con los objetivos del Banco de la República en el horizonte de política. De igual forma, resaltaron que una disminución de 25 pb estaría en línea con lo esperado por el mercado, con lo que se consolidaría el buen funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria.

### 3. Decisión de política

La Junta Directiva decidió por mayoría reducir la tasa de interés de intervención en 50 pb y dejarla en 6,50%.

La decisión de reducir la tasa de interés de intervención en 50 pb contó con la aprobación de cuatro (4) miembros de la Junta. Los dos (2) restantes votaron por reducir la tasa en 25 pb. ●

*Minutas publicadas  
en Bogotá D. C.,  
el 28 de abril 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. Los datos disponibles sugieren que el crecimiento de los socios comerciales del país para 2017 sería algo mayor al previsto hace un trimestre, aunque seguiría siendo modesto.
2. En los Estados Unidos, los indicadores de confianza empresarial y del consumidor, así como los de producción industrial y ventas al por menor mantienen un buen comportamiento. A pesar del menor ritmo de creación de empleo, durante el primer trimestre la tasa de desempleo continuó disminuyendo. Todo lo anterior sugiere que el consumo seguiría siendo el motor del crecimiento. La inflación total se redujo en marzo y se ubicó en 2,4% mientras que la básica lo hizo en 2,0%. El mercado espera que la inflación total esté por encima de la meta implícita de 2,0% de la Reserva Federal (Fed) para lo que resta de 2017 y durante 2018. Los analistas financieros asignan una probabilidad de 47% de un nuevo incremento en la tasa de la Fed en junio.
3. En la zona del euro, el PIB de los últimos tres meses de 2016 aumentó a una tasa muy similar a la observada en los trimestres previos. El crecimiento en esta región continúa siendo explicado por el consumo y, a diferencia del trimestre anterior, por las exportaciones netas, que se han visto favorecidas por la depreciación del euro. Los índices de confianza del consumidor se han mantenido en niveles altos en los primeros meses del año, mientras que los PMI manufactureros de toda la zona del euro y de varios países muestran incrementos significativos, superando el máximo de los últimos años. En cuanto a la inflación anual, en marzo la total disminuyó a 1,5%, y la básica a 0,7%.
4. En China, en el primer trimestre la economía creció 6,9%, impulsada por la inversión y el consumo. Este valor es mayor al observado para 2016 (6,7%) y a la meta de crecimiento para 2017 (6,5%).
5. En América Latina, con información a marzo, los indicadores de confianza del consumidor muestran una tendencia a la recuperación en Brasil y Chile y alguna mejora frente a los registros de enero y febrero en México y Colombia. Sin embargo, se mantienen en terreno negativo. Por el contrario, para Perú el indicador se deterioró en los últimos meses, aunque permanece por encima de su promedio histórico. En marzo se continuó observando importantes entradas de capitales a América Latina, concentrados en renta fija.
6. En los mercados financieros internacionales, los índices de volatilidad, aunque se mantienen bajos, en las últimas semanas aumentaron por preocupaciones geopolíticas, en particular en Europa. Las tasas de interés de las economías desarrolladas han disminuido

debido a una moderación en el optimismo global.

7. Los términos de intercambio de Colombia habrían seguido en niveles superiores a los de un año atrás, gracias al incremento en el precio de los principales productos de exportación del país (en especial petróleo y carbón). En el caso del petróleo, si bien se han observado fluctuaciones importantes en su cotización, en lo corrido del año esta se ha mantenido por encima de los USD 50 por barril (referencia Brent).

**a. Exportaciones**

8. En febrero el valor en dólares de las exportaciones registró un crecimiento anual de 15,8%, debido al aumento en las ventas externas de los bienes de origen minero (43,5%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola se incrementaron 0,9%. Por el contrario, el grupo Resto tuvo una caída de 13,2% anual (Cuadro 1).

9. En lo corrido del año, las exportaciones totales crecieron 27,9%, respondiendo en especial

al crecimiento de 57,6% de los bienes de origen minero. El incremento obedece, principalmente, a la mejora en los precios internacionales de este tipo de bienes, ya que su índice de precios aumentó 72,4% anual en el acumulado a febrero, mientras que el de cantidades cayó.

10. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en marzo las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un incremento anual de 37,7% (según esta fuente, en febrero

**Cuadro 1**  
Comportamiento de las exportaciones en dólares (porcentaje)

Febrero de 2017				
Variación anual [contribución]	Rubros con mayor contribución a la variación anual (en misma dirección)			
	Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a la variación anual	
Total	15,8			
Bienes de origen agrícola	0,9 (0,2)	Café Flores	17,0 (12,5)	1,3 (0,8)
Bienes de origen minero	43,5 (20,3)	Petróleo crudo Carbón	42,0 49,1	9,4 7,1
Resto de exportaciones <sup>a/</sup>	(13,2) (4,7)	Alimentos, bebidas y tabaco sin café Otras manufacturas y maquinaria	(36,8) (26,5)	(3,1) (0,7)
Acumulado enero-febrero de 2017				
Variación anual (contribución)	Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a la variación anual	
Total	27,9			
Bienes de origen agrícola	14,4 (2,4)	Café Banano	29,8 8,1	2,4 0,2
Bienes de origen minero	57,6 (27,8)	Petróleo crudo Carbón	58,1 62,5	14,2 8,5
Resto de exportaciones <sup>a/</sup>	(6,4) (2,3)	Alimentos, bebidas y tabaco sin café Otras manufacturas y maquinaria	(19,8) (19,8)	(1,5) (0,4)

a/ En este rubro las agrupaciones de destinos que más aportaron al crecimiento fueron Resto de Aladi, México y Ecuador, con ascensos anuales de 17,8%, 23,6% y 3,6%, respectivamente. Estados Unidos se contrajo anualmente 18,6%, Venezuela continuó presentando descensos anuales, 79,8% en febrero.  
Fuente: DANE.

habían crecido 3,1%, sin embargo el incremento reportado posteriormente por el DANE fue de 7,8%).

## b. Importaciones

11. En febrero el valor en dólares de las importaciones

CIF mostró un crecimiento anual de 5,3%. Se destaca la variación de los bienes intermedios (7,4%) y los bienes de consumo (6,1%) (Cuadro 2).

12. En lo corrido del año las importaciones totales crecieron 2,8%. En este periodo el índice

de precios ha mostrado una caída anual de 0,5%, mientras que el de cantidades un crecimiento de 3,3%.

13. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en marzo las importaciones CIF registraron un incremento anual

Cuadro 2  
Comportamiento de las importaciones en dólares

Febrero de 2017				
Variación anual	Rubros con mayor contribución a la variación anual (en misma dirección)			
	Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a la variación anual	
Total	5,3			
Bienes de capital	1,1	Partes y accesorios de equipo de transporte	20,4	0,8
	(0,3)	Máquinas y aparatos de oficina	2,9	0,1
Materias primas	7,4	Combustibles	18,4	1,7
	(3,5)	Productos químicos y farmacéuticos	8,0	1,2
Bienes de consumo		Bienes de consumo no duradero	(1,5)	(0,2)
	6,1	Tabaco	(80,9)	(0,1)
		Productos farmacéuticos y de tocador	(3,1)	(0,1)
		Bienes de consumo duradero	15,7	1,6
	(1,4)	Vehículos de transporte particular	21,5	1,2
	Máquinas y aparatos de uso doméstico	22,1	0,4	
Acumulado Enero-febrero de 2017				
Variación anual	Rubros con mayor contribución a la variación anual (en misma dirección)			
	Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a la variación anual	
Total	2,8			
Bienes de capital	(4,5)	Partes y accesorios de equipo de transporte	(49,5)	(1,7)
	(1,4)	Máquinas y aparatos de oficina	(11,7)	(0,9)
Materias primas	4,9	Combustibles	7,9	1,1
	(2,2)	Productos químicos y farmacéuticos	26,6	0,6
Bienes de consumo		Bienes de consumo no duradero	3,0	0,4
	8,5	Tabaco	9,1	0,4
		Productos farmacéuticos y de tocador	16,6	0,1
		Bienes de consumo duradero	15,2	1,5
	(1,9)	Vehículos de transporte particular	21,3	1,2
	Máquinas y aparatos de uso doméstico	10,9	0,2	

Fuente: DANE.

de 16,2% (según esta fuente, en febrero habían crecido 4,3%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue 5,3%).

## II. Proyecciones de variables externas

### a. Escenarios de crecimiento externo Escenario central o más probable (Cuadro 3)

14. Así como en el informe trimestral anterior, se continúa percibiendo una mayor incertidumbre a nivel global. Esto debido a las posibles políticas que restrinjan el comercio internacional y a posibles turbulencias políticas y financieras en Europa y en China. Sin embargo, en esta ocasión se sigue suponiendo que, en el escenario central, dichos riesgos no tienen

efectos significativos o no se materializan.

15. En el presente Informe se revisó ligeramente al alza el crecimiento de los socios comerciales para este año y el próximo. Si bien se espera que se mantenga en niveles bajos, se proyecta una senda positiva hacia 2018.
16. El crecimiento de los Estados Unidos no se modificó frente al pasado informe. El consumo continuaría impulsando la economía, soportado en las mejoras continuas del mercado laboral. Los recortes de impuestos y los planes de inversión en infraestructura anunciados por el nuevo gobierno, tendrían algún impacto sobre el crecimiento de 2018.
17. En este escenario se esperan dos incrementos de la tasa de política de la Fed, la que seguiría aumentando gradualmente

durante 2018. El mercado asigna una probabilidad de 47% de un nuevo incremento en junio.

18. El crecimiento de la zona euro se revisó ligeramente al alza, teniendo en cuenta los buenos datos de confianza, en particular en la manufactura. Junto al consumo, las exportaciones netas estarían dando algún impulso a la economía. Para 2018 no se prevé una aceleración.
19. La política monetaria por parte del Banco Central Europeo continuaría siendo expansiva, aunque menos que lo contemplado anteriormente. Se espera que la inflación permanezca en niveles bajos.
20. En cuanto a China, el crecimiento se revisó ligeramente al alza, teniendo en cuenta los buenos resultados del cuarto trimestre de 2016

Cuadro 3  
Pronósticos de crecimiento económico para los principales socios comerciales

País o región	2017			2018		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
Estados Unidos	1,5	2,3	3,0	1,0	2,3	3,0
Zona del euro	1,2	1,7	2,2	0,5	1,7	2,2
China	6,0	6,5	6,8	5,2	6,2	6,8
Brasil	(0,5)	0,5	1,5	1,0	2,5	4,0
Ecuador	(1,5)	0,2	1,0	(1,5)	0,5	1,5
Venezuela	(9,0)	(6,0)	(1,0)	(3,0)	0,0	1,0
Perú	2,3	3,5	4,3	3,0	4,0	5,0
México	0,5	1,6	2,5	1,0	2,2	3,0
Chile	0,8	1,8	2,8	1,0	2,6	3,5
Socios comerciales	0,8	1,8	2,6	1,1	2,4	3,1

Fuente: Banco de la República.

- y del primero de 2017. Esta economía continuaría desacelerándose, pasando a depender más del consumo. Las autoridades seguirían tomando medidas para reducir la tasa de crecimiento del crédito. Adicionalmente las políticas de estímulo estarían encaminadas a que la desaceleración no sea tan marcada.
21. Para algunos países de América Latina el crecimiento se revisó a la baja. México estaría ahora más afectado por los elevados niveles de incertidumbre asociados al nuevo gobierno en los Estados Unidos. En Perú y Chile, choques de oferta estarían impactando negativamente el crecimiento de 2017.
  22. De nuevo, el balance de riesgos estaría sesgado a la baja. Algunos de los factores negativos que podrían afectar el crecimiento son:
    - Políticas que restrinjan el comercio internacional.
    - Noticias negativas derivadas de la negociación del *brexit* podrían impactar los mercados.
    - Los escenarios de incertidumbre política y financiera en varios países de Europa podrían materializarse.
    - Posibles inestabilidades financieras en China.
  23. Se sigue considerando un riesgo al alza los efectos positivos que tendría el posible impulso fiscal en los Estados Unidos.
  24. En cuanto al petróleo, se espera que el acuerdo de la OPEP se siga cumpliendo parcialmente, y que la oferta de los Estados Unidos continúe en niveles altos. Por el lado de la demanda, estaría impulsado por las mejores perspectivas de crecimiento en China y en las economías avanzadas. Teniendo en cuenta estos factores, se proyecta un precio promedio de USD 54 por barril para 2017 y de 55 USD por barril para 2018 (referencia Brent).
- b. Proyección de la balanza de pagos**
25. Con los resultados a diciembre de 2016, la información disponible para lo corrido del primer trimestre y el escenario presentado en la sección anterior, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2017 es de 3,6% del PIB (USD 11.052 m), con un rango entre 3,0% y 4,1%. La incertidumbre sobre las condiciones y la disponibilidad de financiamiento, así como la sensibilidad de algunos flujos de capital a las perspectivas de la actividad económica en general, determinan el rango de pronóstico.
  26. El déficit en cuenta corriente proyectado para 2017 es menor al observado en 2016, cuando se ubicó en 4,4% del PIB (USD 12.541 m). Dicha corrección se explica, en su mayoría, por el menor déficit comercial de bienes, resultado de la mejora prevista en los términos de intercambio (Cuadro 4). Adicional a esto, se tendrían mayores ingresos por transferencias corrientes. Por el contrario, se espera una ampliación del déficit de la renta factorial y de servicios, este último en menor magnitud.
  27. Así, el ajuste adicional de la cuenta corriente para este año estaría explicado no por una disminución de los egresos, como sucedió el año pasado, sino por el incremento de los ingresos, principalmente por las exportaciones de bienes.
  28. Para las exportaciones se proyecta un crecimiento anual de 15,3%, en especial por incrementos de los precios internacionales de los principales productos, más que de los volúmenes. Para el resto de bienes (distintos a mineros y principales agrícolas) se espera un crecimiento bajo (3%). Para las importaciones en dólares se estima un aumento anual de 3,3%, impulsado por la dinámica de la

Cuadro 4  
Balanza de pagos (millones de dólares)

	2016	2017	Variación
		(central)	
Cuenta corriente (A + B + C + D)	(12.541,0)	(11.052,0)	1.489,0
Porcentaje del PIB	(4,4)	(3,6)	0,8
A. Bienes	(10.261,0)	(6.669,0)	3.592,0
a. Exportaciones	32.965,0	38.003,0	5.039,0
Principales productos	19.712,0	24.366,0	4.653,0
Resto de exportaciones	13.253,0	13.638,0	385,0
b. Importaciones	43.226,0	44.673,0	1.447,0
B. Servicios no factoriales	(3.020,0)	(3.417,0)	(396,0)
C. Renta de los factores	(4.510,0)	(6.935,0)	(2.025,0)
D. Transferencias corrientes	5.650,0	5.968,0	319,0

Fuente: Banco de la República.

- inversión y alguna apreciación real del peso.
29. Adicionalmente, se prevé un incremento en el déficit del comercio de servicios, explicado en gran medida por el mayor pago de fletes, dado el crecimiento de las importaciones y del precio de petróleo. También se contemplan aumentos de las importaciones de servicios vinculados con la actividad petrolera.
30. Asimismo, se estima un incremento de los egresos netos por renta de factores frente a lo observado en 2016, asociado al aumento de las utilidades de las empresas del sector minero-energético, y a los mayores pagos de intereses por concepto de préstamos y títulos de deuda.
31. Con respecto a la proyección presentada un trimestre atrás, el déficit corriente en dólares para 2017 se incrementó en USD 293 m, aunque como proporción del PIB se redujo de 3,7% a 3,6%, debido al efecto del tipo de cambio sobre la medición del PIB en dólares.
32. La revisión al alza en dólares del déficit corriente se explica, principalmente, por las mayores importaciones de bienes. Esto es resultado, en especial, de los datos que se encuentran disponibles para el primer trimestre. En cuanto a las exportaciones de los principales productos se espera una tasa de crecimiento muy similar a la presentada un trimestre atrás, mientras que la del resto de productos se redujo. Adicional a esto, se revisó al alza el déficit de renta factorial y los ingresos por transferencias corrientes, y a la baja el déficit de servicios no factoriales.
33. En cuanto a los flujos de capital, para 2017 se espera que los recursos por inversión directa, a pesar de ser menores a los registrados en 2016, sean la principal fuente de financiamiento, seguido de la inversión de portafolio y otros préstamos y créditos externos (Cuadro 5).
34. Los flujos por inversión extranjera directa en Colombia (IED) registrarían una caída anual de 17,9%, producto del efecto base de los recursos de la venta de Isagén en 2016. Descontado dicho efecto, la IED crecería 8,4% jalonada por las mayores inversiones en el sector minero-energético.
35. Por inversión de cartera, y de acuerdo con las cifras disponibles para lo corrido del año, se prevé un monto importante de compras netas de TES por parte de inversionistas extranjeros, así como de colocación de bonos en los mercados internacionales por el Gobierno y otras entidades públicas. En el caso del sector privado, se estiman constituciones netas de activos en el exterior.
36. A lo anterior se sumarían entradas de capital relacionadas con préstamos y otros créditos externos, otorgados en su mayoría por organismos multilaterales.

Cuadro 5  
Balanza de pagos (millones de dólares)

	2016	2017
		(central)
Cuenta de capital y financiera ( A + B + C + D + E)	(12.764)	(11.052)
A. Inversión extranjera neta en Colombia	(9.076)	(7.138)
a. Extranjera en Colombia	13.593	11.154
b. Colombiana en el exterior	4.516	4.015
B. Inversión de cartera	(3.693)	(3.380)
a. Sector público	(4.097)	(5.046)
b. Sector privado	404	1.666
C. Instrumentos derivados	(640)	0
D. Otra inversión (préstamos y otros créditos)	481	(1.094)
a. Activos	2.090	1.646
b. Pasivos	1.609	2.740
E. Activos de reserva	165	560
Errores y omisiones	(223)	0

Fuente: Banco de la República.

### III. Crecimiento, demanda interna y crédito

37. Los resultados más recientes de los indicadores de desempeño de la actividad real muestran un debilitamiento del ritmo de expansión del PIB mayor que el esperado por el equipo técnico del Banco de la República. Cabe señalar que los pronósticos de crecimiento implícitos en versiones anteriores del *Informe sobre Inflación* ya contemplaban los efectos de un día hábil más en febrero de 2016 y de una Semana Santa en marzo, y no en abril, como sucedió en 2017. Así las cosas, el crecimiento del producto del

primer trimestre del año habría sido bajo, menor que el observado en el último cuarto del año pasado (1,6%).

38. Lo anterior se confirma con la dinámica observada de la serie desestacionalizada del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE. Dicho indicador se expandió a una tasa anual de 0,3% en febrero, una desaceleración frente al registro de enero (1,2%) y del cuarto trimestre de 2016 (1,5%). El agregado para el bimestre enero-febrero creció 0,8%.

39. Entre enero y marzo se habría registrado una recuperación de la demanda interna, impulsada principalmente por un buen dinamismo de

la inversión en obras civiles. El resto de la inversión, con excepción de la de equipo de transporte, habría continuado registrando un comportamiento mediocre. El consumo total habría crecido a una tasa algo mayor que la de finales de 2016, resultado de una leve desaceleración del componente privado y de un mejor desempeño del público, esto último por cuenta del mayor nivel de ejecución de gasto en los gobiernos regionales y locales. Las exportaciones netas habrían contribuido negativamente al PIB, por cuenta de una contracción de las ventas al exterior en pesos constantes (en particular de los principales productos de exportación), y de un incremento de las importaciones reales.

40. La información de los indicadores coyunturales apoya lo anterior. De acuerdo con los resultados de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas minoristas de febrero cayeron 7,3% anual. El agregado para los primeros dos meses del año tuvo una variación de -4,4%, una desaceleración frente al registro de finales de 2016 (+ 4,9% anual).

41. Las ventas distintas de vehículos y combustibles

- también registraron una caída anual de 6,9%. El agregado del bimestre se contrajo 3,7%, lo que contrastó con el crecimiento de 2,3% del cuarto trimestre del año pasado. Este comportamiento fue menor que el proyectado por el equipo técnico.
42. Por su parte, las ventas de vehículos retrocedieron 10,4% frente al mismo mes de 2016. El agregado del bimestre cayó 8,5%, crecimiento significativamente menor que el registrado en el cuarto trimestre del año pasado, en el marco de XV Salón Internacional del Automóvil de Bogotá (20,6% anual).
43. Parte del mal comportamiento de las ventas minoristas se puede atribuir al efecto real de corto plazo que tuvo el incremento del IVA sobre el consumo de los hogares. Adicionalmente, habría culminado la anticipación de gasto por parte de las familias que se dio en el último cuarto de 2016 (en particular en bienes durables y semidurables), en respuesta al aumento del IVA en algunos productos de la canasta.
44. Otros indicadores auxiliares del consumo privado sugieren un desempeño mediocre de este rubro a comienzos de 2017. El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de marzo aumentó un poco frente a los registros de enero y febrero, pero continúa en niveles significativamente menores que el promedio calculado desde noviembre de 2001. Tanto el componente de expectativas como el de condiciones económicas actuales de los hogares se encuentran bajos.
45. La tendencia de la serie desestacionalizada del balance de ventas de febrero de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República igualmente permite anticipar que el consumo privado habría continuado desacelerándose.
46. El desempeño reciente de los indicadores de mercado laboral también apoya las previsiones de un consumo de los hogares poco dinámico. La tendencia al alza de la tasa de desempleo para el total nacional y para las trece áreas que se venía observando desde el segundo semestre de 2016 se acentuó en los primeros dos meses de 2017. Dicho fenómeno coincide con un crecimiento lento del empleo desde hace varios meses. Para lo que resta del año se pronostica un deterioro adicional del mercado laboral.
47. Con respecto a la inversión, las cifras de importaciones de bienes de capital (en pesos cons-  
tantes) sugieren que durante el primer trimestre de 2017 el agregado de las inversiones en maquinaria y equipo y en equipo de transporte habría caído, aunque a un ritmo menor que en trimestres anteriores. Los resultados de expectativas de inversión de la EMEE a febrero son afines con esta proyección.
48. En materia de comercio exterior, las cifras publicadas por el DANE de exportaciones en dólares a febrero, y la información de los boletines de la DIAN con información a marzo, permiten prever una caída real de este rubro del PIB. Este comportamiento sería coherente con el mal desempeño estimado de las cantidades exportadas. Por el contrario, para las importaciones se tendría un crecimiento moderado, pero que contrasta con el registro del segundo semestre de 2016 (-7,7%). Esto sería consistente con el desempeño previsto para la demanda interna intensiva en bienes provenientes del exterior.
49. En cuanto al endeudamiento, durante el primer trimestre del año, el de las empresas se contrajo en términos reales (utilizando el deflactor de la absorción), principalmente por el comportamiento del crédito bancario, mientras que

- el de los hogares mantuvo crecimientos cercanos al 9% real, debido a la aceleración de los desembolsos de crédito de consumo. Esto en un contexto en el que la transmisión del descenso en la tasa de interés de referencia ha sido mayor a las tasas de los créditos comerciales que a las de los hogares.
50. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2017 muestran un comportamiento desfavorable, excepto para la agricultura.
51. En febrero la industria presentó una contracción de 3,2% anual (por debajo de lo esperado por la SGEE), y en lo corrido del año de 1,8%. Al excluir la refinación de petróleo, la industria cayó 5,7% en febrero y 3,3% en el año corrido.
52. Para el mismo mes, los indicadores de pedidos, existencias (contracíclico a la producción), y las expectativas de producción a tres meses de la Encuesta de Fedesarrollo, así como las tendencias de estas series, sugieren un deterioro adicional del sector. Como resultado, la confianza de los industriales disminuyó.
53. Con información a marzo, la demanda de energía total aumentó 0,7% anual, con lo que en el agregado del primer trimestre se observó una caída de 2,4%. Es de resaltar que durante los primeros meses de 2016 la demanda de energía aumentó por cuenta del fenómeno de El Niño, por lo que parte del retroceso obedecería a un efecto de alta base de comparación. Tanto el componente regulado (-2,3%) como el no regulado (-2,7%) tuvieron una contracción anual en el primer trimestre del año.
54. Por su parte, el sector minero mostró un importante deterioro. En marzo, la producción de petróleo fue de 804 mil barriles diarios (mbd) (-12,3% anual), con lo cual el primer trimestre cerró con una producción promedio de 841 mbd (-11,4% anual). En parte, la caída obedece al cierre del oleoducto Caño Limón-Coveñas durante 40 días.
55. En contraste, de acuerdo con la Federación de Cafeteros en marzo la producción de café se situó en 1.020.000 sacos, lo que implicó un crecimiento anual de 8,1% y de 12,8% en el primer trimestre.
56. Así las cosas, toda la información anterior permite prever que el crecimiento anual del PIB del primer trimestre de 2017 se habría situado entre 0,8% y 1,8%, con 1,3% como cifra más probable.
57. Para 2017 se revisaron a la baja tanto el punto medio del intervalo como la amplitud del rango de pronóstico de crecimiento. Así, en este informe se espera una expansión anual del PIB que se ubicaría entre 0,8% y 2,6%, con 1,8% como cifra más probable (antes 0,7%, 2,7% y 2,0% como dato central). El rango sigue siendo amplio y continúa sesgado hacia la baja, lo que evidencia el alto nivel de incertidumbre y el riesgo implícito en las proyecciones del año en curso.

#### IV. Comportamiento de la inflación y precios

58. En marzo de 2017 la inflación anual al consumidor fue 4,69%, inferior a la observada un mes atrás (5,18%), completando ocho meses de caída consecutiva desde su máximo reciente (8,97%) en julio pasado (Cuadro 6). La variación mensual fue de 0,47%, inferior a la estimada por el mercado (0,54%) y cercana a la proyección del equipo técnico del Banco.
59. El grueso de la caída en el mes la explican los alimentos (perecederos y procesados, especialmente). También, los

regulados y transables, aunque en menor magnitud. La contribución de los transables a la desaceleración de la inflación en marzo sugiere que la mayor parte del impacto alcista de la reforma tributaria (aumento en el IVA y el impuesto verde) y de la Ley de Licores sobre los precios al consumidor, se habría dado durante los dos primeros meses del año.

60. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el

Banco, no ha presentado cambios importantes en los últimos cuatro meses, cerrando marzo en 5,55%. No obstante, los diferentes indicadores presentaron comportamientos mixtos. El IPC sin alimentos disminuyó (de 5,17% a 5,13%), al igual que el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (de 5,74% a 5,61%). El de mayor nivel, el núcleo 20, se mantuvo relativamente estable (pasó de 6,03% en febrero a 6,01% en marzo), mientras que el IPC

sin alimentos ni regulados aumentó (de 5,35% a 5,44%) (Cuadro 6).

61. Al interior del IPC sin alimentos, la variación anual de transables (sin alimentos ni regulados) disminuyó de 5,75% en febrero a 5,59% en marzo, mientras que la del IPC de no transables (sin alimentos ni regulados) subió de 5,06% a 5,33%. Este repunte lo explica el comportamiento de los arriendos, cuya variación anual (4,43%) superó en 20 pb la observada en febrero. Esta aceleración se concentró

Cuadro 6  
Comportamiento de la inflación a marzo de 2017

Descripción	Ponderación	dic-15	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la aceleración del año corrido
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>6,77</b>	<b>5,75</b>	<b>5,47</b>	<b>5,18</b>	<b>4,69</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>71,79</b>	<b>5,17</b>	<b>5,14</b>	<b>5,26</b>	<b>5,17</b>	<b>5,13</b>	<b>8,11</b>	<b>3,88</b>
Transables	26,00	7,09	5,31	5,37	5,75	5,59	7,20	(4,79)
No transables	30,52	4,21	4,85	4,83	5,06	5,33	(14,99)	(12,15)
Regulados	15,26	4,28	5,44	5,93	4,55	4,05	15,91	20,82
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>10,85</b>	<b>7,22</b>	<b>5,97</b>	<b>5,21</b>	<b>3,65</b>	<b>91,89</b>	<b>96,12</b>
Perecederos	3,88	26,03	(6,63)	(10,15)	(9,60)	(13,09)	40,68	34,98
Procesados	16,26	9,62	10,74	9,38	7,69	6,28	44,72	64,57
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	8,54	9,26	9,31	8,94	6,49	(3,43)
<b>Indicadores de inflación básica</b>								
Sin alimentos		5,17	5,14	5,26	5,17	5,13		
Núcleo 20		5,22	6,18	6,18	6,03	6,01		
IPC sin perecederos, ni comb. ni servicios públicos		5,93	6,03	5,95	5,74	5,61		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,05	5,06	5,35	5,44		
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>		<b>5,43</b>	<b>5,60</b>	<b>5,61</b>	<b>5,57</b>	<b>5,55</b>		

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

- en la ciudad de Bogotá y en especial en el IPC de ingresos medios.
62. Dentro de los no transables sin alimentos ni regulados, también aumentó el grupo Resto (de 3,91% febrero a 6,09% en marzo). Esto se explica por el incremento en servicios relacionados con la diversión (que incluye boletas de fútbol) y en los servicios financieros. También aumentaron, aunque en menor magnitud, los rubros afectados por el tipo de cambio vía costos (de 5,19% a 5,67%) e indexados (de 6,91% a 6,95%). Este último segmento viene siendo afectado por los ajustes altos en los salarios y por la activación de los mecanismos de indexación, en especial en la educación.
63. Para los regulados, la variación del IPC volvió a disminuir en marzo (4,05% frente a 4,55% en febrero). Esta caída se explica por servicios públicos (de 4,14% en febrero a 2,36% en marzo), ya que todos sus componentes desaceleraron su crecimiento anual y, en menor magnitud, por transporte (de 4,53% a 4,29%). En contraste, combustibles aumentó de 5,95% a 8,98% (debido a la base estadística de comparación y al aumento de COP 141 por galón en el precio de la gasolina).
64. Por su parte, los alimentos continuaron su senda descendente, al pasar de 5,21% en febrero a 3,65% en marzo. Esta desaceleración sin interrupción desde julio pasado, es producto del abastecimiento amplio de alimentos en los últimos meses en todo el país (gracias al clima favorable y a la reversión del fenómeno de El Niño), de la apreciación acumulada del peso en los últimos doce meses a marzo (6,42%), y del bajo incremento en los precios internacionales de los alimentos.
65. A diferencia del mes de febrero, en marzo el descenso de los alimentos fue generalizado. Los perecederos pasaron de -9,60% a -13,09% (se destacan otras hortalizas y legumbres frescas, papa y arveja), los procesados de 7,69% a 6,28% (por arroz principalmente), y las comidas fuera del hogar de 9,31% a 8,94%. Pese al descenso, esta última subcanasta se ha visto impulsada al alza por el ajuste del salario mínimo (en 7,0%) y por los elevados incrementos en el precio de la carne de res (ajuste anual superior al 17,0%), especialmente.
66. Los costos no laborales, luego de varios meses descendiendo, volvieron a repuntar en marzo. En efecto la variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) pasó de -0,17% en febrero a 0,55% en marzo. Este ascenso se explica porque el IPP importado aumentó de -6,15% a -2,66%. Por el contrario, el IPP local cayó de 2,64% a 2,01%.
67. En cuanto a los costos laborales, en febrero los ajustes de los salarios disminuyeron en el comercio y la industria (cerrando en 6,0% en ambos casos), aunque se mantienen muy por encima de la meta de inflación. Para los salarios de la construcción, en marzo el ritmo de ajuste aumentó en vivienda (de 5,3% a 6,4%) y se mantuvo estable en la construcción pesada (4,5%). Los costos salariales vienen generando presiones inflacionarias en 2017, pese a un mercado laboral holgado.
68. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros (aplicada a comienzos de abril), la inflación esperada para diciembre de 2017 cayó de 4,49% en la encuesta de marzo a 4,39% en la de abril, al igual que lo hicieron las expectativas a doce y veinticuatro meses (de 3,85% a 3,65% y de 3,48% a 3,40%, res-

pectivamente). Las expectativas obtenidas de la encuesta trimestral (de abril) también disminuyeron y se situaron en 4,77% para diciembre de 2017, 4,39% para marzo de 2018 y 4,16% para marzo de 2019.

69. En cuanto a las expectativas de inflación que se extraen de los títulos de deuda pública, continúan con su tendencia a la baja. Las inflaciones implícitas según *break-even inflation* (BEI), disminuyeron 60 pb, 41 pb y 24 pb para

los plazos a dos, tres y cinco años, y se ubicaron en 3,26%, 3,21% y 3,17% respectivamente. La *Forward BEI* (FBEI) para lo restante de 2017 es 3,26%. El FBEI para 2018 es 3,15%, para 2019 es 3,09% y para 2020 es 3,09%.

## ◆ Comunicados de prensa

### **Compras / Ventas de divisas y TES y portafolio de TES del Banco de la República**

---

*7 de abril de 2017*

---

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

Durante el mismo mes, el Banco no efectuó compras ni ventas definitivas de TES B. Sin embargo, el portafolio de TES del Banco aumentó porque hubo un traslado de TES por COP230,9 miles de millones (valor nominal) del patrimonio autónomo del pasivo pensional del Banco.

Al finalizar marzo, el saldo de dichos títulos en poder del Banco era COP9.200,9 miles de millones (valor a precios de mercado). En abril del 2017 no hay vencimientos de TES en poder del Banco.

El portafolio del Banco (expresado en valores nominales) se compone de TES denominados en pesos (COP8.074,8 miles de millones) y TES denominados en UVR (UVR 1,5 miles de millones).

## Premiación del VIII Concurso Académico Nacional de Economía “Manuel Ramírez Gómez” (CANE 2016) y del XIV Foro de Estudiantes de Economía y Finanzas

*18 de abril de 2017*

El martes 18 de abril se realizó el acto de premiación del Concurso Académico Nacional de Economía CANE “Manuel Ramírez Gómez” y de los ganadores del Foro de Estudiantes de Economía y Finanzas. El evento estuvo presidido por Juan José Echavarría Soto, gerente general del Banco de la República y el rector de la Universidad del Rosario, José Manuel Restrepo Abondano.

Estos dos eventos académicos buscan promover la calidad académica de las facultades de Economía, las cuales han venido convirtiéndose en referente para los estudiantes de todas las regiones del país. El Banco de la República apoya estas dos iniciativas desde 2009 con la participación de sus investigadores.

En el CANE realizado en noviembre de 2016 participaron 25 universidades colombianas y una universidad extranjera, la Universidad de Chile; estos fueron los resultados:

Primer lugar: Pontificia Universidad Javeriana

- Juan Eduardo Coba Puerto
- Santiago Muñoz González
- Nicolás Niño Alarcón
- María Alejandra Ruiz
- Sergio Andrés Taborda Ruiz

Segundo lugar: Universidad Nacional de Colombia

- Carlos Daniel Rojas Martínez
- Santiago Espinosa Moyano

- Yinessa María Ruiz
- Katherine Ramírez Cubillos
- Germán Andrés Gallego

Tercer lugar: Universidad del Rosario

- Carlos Eduardo Monroy Peña
- Ángel Eduardo Ruiz Villar
- Johan Andrey Ortega Hernández
- Camilo Andrés Martínez Burgos
- Andrés Sebastián Salazar Mejía

Así mismo, se premió el Foro de Estudiantes de Economía y Finanzas realizado en marzo de 2017:

Categoría Júnior (Universidad del Rosario)

- Alejandro Gómez Suárez
- María Camila Kairuz Olaya
- Julián Santiago Ramírez Sánchez

Categoría Sénior (Universidad EAFIT)

- Felipe Bedoya Maya
- Santiago Sánchez González

Categoría Máster (Universidad de los Andes)

- Cristian David Cerero Guerra

■ El Concurso Académico Nacional de Economía “Manuel Ramírez Gómez” es una iniciativa académica que nace del Consejo Estudiantil de la Facultad de Economía de la Universidad del Rosario por su inquietud frente a temas económicos y ante la necesidad de crear espacios para enriquecer el conocimiento e intercambiar experiencias con los estudiantes de otras universidades.

■ El Foro de Estudiantes de Economía, Finanzas y Comercio Internacional es organizado por los estudiantes de la Facultad de Economía de la Universidad del Rosario y es un concurso de ponencias abierto a todos los estudiantes del país. Se premian categorías sénior, máster y júnior. Su objetivo es generar un espacio propicio y riguroso para la discusión académica que fomenta el espíritu investigativo de los estudiantes de pregrado.

## Banco de la República reduce la tasa de interés de intervención en 50 puntos base (pb) y la sitúa en 6,50%

28 de abril de 2017

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión de hoy decidió bajar la tasa de interés de intervención en 50 pb y dejarla en 6,50%. En esta decisión, la Junta tomó en consideración principalmente los siguientes aspectos:

- En marzo la inflación anual disminuyó a 4,69%. El promedio de las medidas de inflación básica se mantuvo estable en 5,55%. Las expectativas de inflación de los analistas para diciembre de 2017 y 2018 disminuyeron y se sitúan en 4,4% y 3,5% respectivamente. Las obtenidas de la encuesta trimestral también disminuyeron pero se sitúan por encima de 4% a uno y dos años. Aquellas derivadas de los papeles de deuda pública también se redujeron y están cerca del 3% para finales de 2018.
- 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 en marzo.
- La variación anual del IPC sin alimentos ni regulados aumentó, posiblemente por el efecto temporal del incremento de los impuestos indirectos y por la creciente indexación, que se ha reflejado principalmente en una mayor variación anual de los precios de los bienes y servicios no transables.
- Se espera que el crecimiento de la demanda externa sea algo mayor que el registrado en 2016. Sin embargo, en lo corrido del año se ha incrementado la incertidumbre sobre el comportamiento de esta variable,

de los precios de los bienes básicos y de los flujos de capital.

- En Colombia, indicadores recientes de actividad económica como las ventas al por menor, la producción industrial y la confianza del consumidor sugieren un debilitamiento de la economía en el primer trimestre del año más pronunciado que el previsto. Con esto, el equipo técnico redujo el pronóstico de crecimiento para 2017 de 2% a 1,8%, en un rango entre 0,8% y 2,6%.
- Tomando en cuenta el nivel actual de las medidas de inflación básica y las expectativas de inflación, varios cálculos de la tasa de interés real de política se sitúan por encima de su promedio desde 2005.

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 excesiva. 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 pronunciada.
- La incertidumbre sobre la velocidad de la convergencia de la inflación a la meta del 3%. La reducción de la inflación estuvo en línea con lo esperado por el equipo técnico del Banco, pero su descenso 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 se reflejaron en el aumento de la variación anual de los precios no transables y pueden prolongar la convergencia de la inflación a la meta del 3%. En el sentido opuesto, la mayor desaceleración reduce las proyecciones de inflación en el horizonte de política.
- El nivel actual de la tasa de interés real de política es contractivo. Con la disminución de las expectativas de inflación, el nivel actual de las tasas de intervención sería aún más contractivo.

En este entorno, la Junta consideró que una reducción de 50 pb es acorde con el balance de riesgos y coherente con el objetivo de llegar a la meta de inflación del 3% en 2018. Reducciones adicionales consultarán el balance de riesgos entre una convergencia lenta de

la inflación al 3% y una desaceleración excesiva de la actividad económica.

La decisión de reducir la tasa de interés de intervención en 50 pb contó con la aprobación de cuatro (4) miembros de la Junta. Los dos (2) restantes votaron por reducir 25 pb.