



◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 24 de febrero de 2017

El 24 de febrero 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, Ana Fernanda Maiguashca Olano, Adolfo Meisel Roca, César Vallejo Mejía 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* – Enero 2017 y en el anexo estadístico.

1. Contexto macroeconómico

1. En 2016 la economía colombiana creció 2,0%, y en el cuarto trimestre 1,6%, algo mejor a lo registrado en el tercero. Las ramas que mostraron los mayores aumentos en el año fueron los servicios financieros y la construcción y la agricultura, mientras que la minería y el transporte tuvieron una contracción.
2. Por el lado de la demanda, el DANE publicará las cifras el 1 de marzo. La información disponible sugiere que en el año la demanda interna se habría estancado frente a lo observado en 2015, fruto de una desaceleración del consumo (de los hogares y del Gobierno) y una caída de la inversión. Las exportaciones netas, por su parte, habrían tenido una contribución positiva al crecimiento. Las cifras

- de comercio exterior (en dólares) muestran una disminución del déficit de bienes cercana al 25%.
3. Para lo corrido de 2017 la información sobre actividad económica es aún muy escasa. Se destaca el resultado negativo del índice de confianza del consumidor, que en enero se situó en el mínimo de la serie (desde nov. de 2001).
 4. Para 2017 se sigue previendo una expansión del PIB entre 0,7% y 2,7%, con 2,0% como dato más probable.
 5. En cuanto a la inflación, en enero se ubicó en 5,47% anual, 28 pb menos que en diciembre de 2016; sin embargo el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica que monitorea el Banco detuvo su descenso. La información disponible sugiere que durante enero parte del incremento observado en los precios al consumidor obedeció al impacto de la reforma tributaria (por cambio en el IVA, el impuesto verde y la Ley de Licores).
 6. Las expectativas de inflación de los analistas económicos a diciembre de 2017 y 2018 aumentaron (10 pb y 6 pb respectivamente), mientras que las derivadas de los títulos de deuda pública a dos, tres y cinco años se mantuvieron relativamente estables.
 7. En el contexto externo, los indicadores más recientes

- de los Estados Unidos y Europa sugieren que sus economías mantienen un dinamismo similar al de los trimestres anteriores. Para América Latina durante el cuarto trimestre continuaron las bajas tasas de crecimiento.
8. Para lo corrido de 2017, la mejora de los precios internacionales de los principales bienes básicos que exporta la región estaría contribuyendo al fortalecimiento de las monedas y a la disminución de los indicadores de riesgo país. En las primeras semanas del año se han observado importantes entradas de capitales a economías emergentes.
 9. 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. Por otro lado, el aumento del IVA y de otros impuestos indirectos presionaría al alza la inflación. 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

Con la información del último mes, los miembros de la

Junta destacaron la continuidad del descenso en el indicador de la inflación total, el débil comportamiento de la economía en lo corrido del año y la favorable reducción del déficit en la cuenta corriente. Todo ello confirma su convicción de que existen las condiciones para cambiar gradualmente la postura contraccionista de la política monetaria y buscar el nivel neutral de la misma, a un ritmo que dependerá de la información y los riesgos observados en cada sesión. Especial preocupación les produjo la pronunciada caída del índice de confianza de los consumidores, aunque en los últimos meses dicho índice ha perdido correlación con la demanda interna y con el consumo de los hogares.

El grupo mayoritario votó por reducir la tasa 25 pb. Entre los argumentos presentados por sus miembros se resaltan los siguientes: el bajo crecimiento pronosticado por el equipo técnico para el presente año, el pobre desempeño de la industria en los últimos meses, el leve incremento de la tasa de desempleo en las trece ciudades principales y el desplome del índice de confianza del consumidor. Algunos consideraron que hay que evitar el riesgo de caer en una espiral negativa, de mayor desaceleración de la economía y que, dado el comportamiento relativamente favorable previsto para el déficit externo, conviene darle mayor atención a la re-

cuperación de la confianza. Finalmente, en relación con las expectativas de inflación y el ligero aumento que tuvieron en el último mes, unos de sus miembros señalaron que, con una reducción de 25 pb, la tasa de interés de intervención sigue siendo contraccionista y reafirmaron que el cambio deberá seguir siendo gradual en el futuro, dependiendo de los datos observados y, en particular, de los fenómenos de inercia e indexación en la inflación.

El grupo minoritario, reconociendo la importancia de un proceso de normalización gradual de la política monetaria, votó por mantener inalterada la tasa de referencia. Entre los argumentos

presentados por los miembros de este grupo se resaltan los siguientes: el grado de persistencia de la inflación aún es alto, las expectativas volvieron a subir levemente y todavía se encuentran por encima de la meta de largo plazo en el horizonte de política. Un director opinó que, aunque todavía hay factores de incertidumbre, tanto externas como internas, hay razones para pensar que la economía ya tocó fondo y, aunque lentamente, puede empezar a recuperarse. En particular, mencionó la tasa de crecimiento del cuarto trimestre y la de todo el año 2016, un poco mejores que lo esperado y el comportamiento reciente de los términos de

intercambio y la balanza comercial.

3. Decisión de política

La Junta Directiva decidió por mayoría reducir la tasa de interés de intervención en 25 puntos base (pb) y la sitúa en 7,25%. La decisión de reducir la tasa de interés de intervención contó con la aprobación de cuatro miembros de la Junta. Los dos restantes votaron por mantener la tasa de interés en 7,5%. ●

*Minutas publicadas
en Bogotá D. C.,
el 24 de febrero de 2017.*



a n e x o s

Anexo 1

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. La poca información disponible sugiere que para 2017 el crecimiento de los socios comerciales del país seguiría siendo muy modesto, de acuerdo con lo presentado en el *Informe de Inflación* de diciembre.
2. En los Estados Unidos el PIB del cuarto trimestre de 2016 fue relativamente bajo, registrando un 1,9% t. a. Sin embargo, los indicadores líderes de actividad mensual permiten esperar un mayor crecimiento para el primer trimestre de 2017.
3. La inflación total en los Estados Unidos se ubicó en enero en 2,5% anual y se prevé que se mantenga por encima del 2% durante el resto de 2017. La inflación básica también se situó por encima de la meta de la Reserva Federal (Fed) del 2%.
4. En este contexto los analistas asignan una probabilidad mayor a 50% de que la Fed incremente la tasa de política en la primera mitad de 2017.
5. En la zona del euro, el crecimiento del PIB fue 0,4% trimestral en los últimos tres meses del año. Para enero los indicadores de confianza del consumidor y actividad empresarial mantienen el buen comportamiento que se observa desde finales del año pasado, lo que sugiere que la economía continuaría expandiéndose durante el primer trimestre.
6. Aunque en enero la inflación total de la zona euro aumentó, alcanzando el 1,8% anual, la inflación básica sigue estable (0,9%).
7. El Banco Central Europeo (BCE) no parece estar contemplando cambios en la tasa de política ni modificaciones al programa de compras de activos.
8. En China las ventas al por menor y los PMI de servicios y manufacturas continuaron mostrando incrementos a diciembre y a enero. Persisten los temores frente a una desaceleración fuerte y posibles inestabilidades financieras dadas por el sobreendeudamiento de la economía.
9. En América Latina los datos disponibles sugieren que el crecimiento continúa siendo mediocre. Perú tuvo una desaceleración en el cuarto trimestre de 2016 mayor que la esperada.
10. La inflación en América Latina muestra una tendencia descendente en la mayoría de países de la región, estando cerca de la meta de inflación solo en el caso de Chile. En enero se observó un importante incremento de la inflación en México, debido a los mayores precios de la gasolina y a la depreciación acumulada.
11. Respecto a los términos de intercambio del país se continúa esperando un incremento en 2017 frente a 2016 y 2015, fundamentado en las expectativas de mayores precios de los bienes exportados por el país.
12. Los precios del petróleo se han mantenido estables. Esto debido al cumplimiento de los acuerdos de la OPEP y a los anuncios de menores niveles de producción durante el primer semestre de 2017. Sin embargo, la respuesta de la producción de crudo en

- los Estados Unidos a estas medidas aún está por verse, y podría limitar la magnitud del incremento de los precios.
13. Desde las elecciones en los Estados Unidos, los índices de volatilidad en los mercados financieros permanecen en niveles bajos. No obstante, otros indicadores muestran que los mercados están estimando una mayor probabilidad de que eventos extremos sucedan.
 14. Las tasas de los bonos de las economías desarrolladas se mantienen en niveles mayores a los observados en el último año. Adicionalmente, en lo corrido de 2017, a nivel global los índices bursátiles han presentado una tendencia ascendente.
 15. Las primas de riesgo en América Latina cayeron en las últimas semanas gracias, en parte, a los mayores precios de los bienes básicos. Las de Colombia no fueron la excepción.
 16. En los últimos dos meses se observaron entradas de capital a economías emergentes, revirtiendo la tendencia de los meses anteriores. En diciembre estos flujos habían estado enfocados en renta fija y en enero a renta variable.
 17. En este contexto, en lo corrido del año se ha presentado una apreciación de las monedas de la región. Esto ha sido consecuencia, en parte, del alza en el precio de los bienes básicos. A la fecha la única moneda de la región que ha perdido valor frente a los niveles previos a las elecciones en los Estados Unidos es el peso mexicano. En el caso del peso colombiano, en lo corrido del año al 22 de febrero el peso colombiano se ha apreciado 2,9% en comparación con el valor registrado al cierre de 2016.
1. **Exportaciones (Cuadro 1)**
 18. En diciembre el valor en dólares de las exportaciones registró un crecimiento anual de 32,7% debido a aumentos en los bienes de origen minero (47,7%) y en los de origen agrícola (69,2%). El crecimiento se debe principalmente a un efecto de precios (índice varió 23,8% anual *versus* 7,1% del de cantidades), concentrado en el grupo minero (39,4% precios *versus* 6,0% cantidades). En el caso del grupo agrícola el aporte fue vía cantidades (42,7% cantidades *versus* 18,5% precios), donde se destacan las exportaciones de café, que reportaron el máximo histórico tanto en valor como en cantidad (probablemente debido a registros tardíos y a un aumento de las ventas por la necesidad de cumplir con los contratos del año, atrasados por el paro camionero de junio y julio). En el año, las exportaciones registraron una disminución de 13,0%, a la cual contribuyó principalmente la caída de las ventas externas de bienes de origen minero (-18,4% anual).
 19. Para 2016 el índice de precios de las exportaciones totales registró una importante caída (-12,2%), mientras que el de cantidades se redujo de forma moderada (-1,4%). Esto sería señal de que el valor de las exportaciones cayó principalmente como consecuencia de reducciones en los precios, de las cuales la más significativa es la de los bienes de origen minero (-15,0% anual a diciembre). Por otro lado, se destaca que el aumento de las ventas externas de bienes de origen agrícola (0,4%) se debió a un efecto de cantidades (su índice creció 7,0% en el año, mientras que el de precios disminuyó 6,2%).
 20. De acuerdo con el avance de comercio

Cuadro 1
Comportamiento de las exportaciones en dólares
(porcentaje)

Diciembre de 2016				
	Variación anual	Rubros con mayor contribución a la var. anual (en misma dirección)		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual
Total	32,7			
Bienes de origen agrícola	69,2	Café	99,1	8,3
		Banano	40,5	1,0
Bienes de origen minero	47,7	Carbón	67,2	9,5
		Petróleo crudo	25,6	6,3
Resto de exportaciones ^{a/}	(1,9)	Productos químicos	(12,9)	(1,4)
		Vehículos	(28,5)	(0,8)
Acumulado enero-diciembre de 2016				
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual
Total	(13,0)			
Bienes de origen agrícola	0,4	Banano	14,0	0,3
Bienes de origen minero	(18,4)	Petróleo crudo	(37,2)	(13,4)
Resto de exportaciones ^{a/}	(8,7)	Productos químicos	(11,5)	(1,0)
		Alimentos, bebidas y tabaco, sin café	(5,6)	(0,3)

a/ En este rubro las agrupaciones de destinos que más aportaron a la caída fueron Venezuela, Estados Unidos y Perú, con disminuciones anuales de 50,7%, 11,4% y 13,6%, respectivamente.

Fuente: DANE.

exterior de la DIAN, en enero del 2017 las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un incremento anual de 26,3% (según esta fuente, en diciembre también habían crecido 26,3%, sin embargo el incremento reportado posteriormente por el DANE fue de 32,7%).

2. Importaciones (Cuadro 2)

21. En diciembre el valor en dólares de las importaciones CIF mostró una disminución

anual de 2,8%, debido principalmente a reducciones en bienes de capital (-13,8%). Por el contrario, las de bienes de consumo aumentaron (20,2%). En el año, las compras externas cayeron 16,9%.

22. El índice de precios de las importaciones totales registró en el año una caída de 11,7%, mientras que el índice de cantidades disminuyó 6,0%. Lo anterior indicaría que, aunque la mayor causa son los precios, las importaciones se redujeron también por un efecto de cantidades.

23. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en enero del 2017 las importaciones CIF registraron un descenso anual de 0,2% (según esta fuente, en diciembre habían caído 4,8%, sin embargo el descenso reportado posteriormente por el DANE fue de 2,8%).

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

24. El Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) publicó el dato del PIB

Cuadro 2
Comportamiento de las importaciones en dólares
(porcentaje)

Diciembre de 2016				
	Variación anual	Rubros con mayor contribución a la variación anual (en misma dirección)		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual
Total	(2,8)			
Bienes de capital	(13,8)	Equipo rodante de transporte	(47,2)	(3,8)
		Maquinaria industrial	(10,6)	(0,7)
Materias primas	(5,2)	Combustibles	(19,8)	(2,5)
Bienes de consumo	20,2	Vehículos de transporte particular	28,7	1,6
		Productos alimenticios	34,4	1,2
Acumulado enero-diciembre de 2016				
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual
Total	(16,9)			
Bienes de capital	(27,1)	Equipo rodante de transporte	(55,1)	(3,6)
		Maquinaria industrial	(27,8)	(2,1)
		Combustibles	(27,0)	(2,4)
Materias primas	(12,7)	Productos químicos y farmacéuticos	(10,3)	(1,4)
		Productos mineros (para la industria)	(13,8)	(1,1)
Bienes de consumo	(9,4)	Vehículos de transporte particular	(18,4)	(1,1)

Fuente: DANE.

para el cuarto trimestre y para todo 2016. La actividad económica mostró una expansión anual de 1,6% en los últimos tres meses del año, cifra ligeramente superior a la esperada en el Informe pasado. En términos trimestrales, el PIB creció 1,0%, lo que implicó un incremento trimestral anualizado de 4,0%. Por ramas de actividad, los sectores con mayores crecimientos durante el cuarto trimestre fueron, en su orden, los servicios financieros, la construcción y la agricultura. La minería mostró una fuerte contracción

por sexto trimestre consecutivo, mientras que las ramas de transporte y de electricidad, gas y agua mantuvieron un débil comportamiento (Cuadro 3).

25. Aunque la previsión del equipo técnico del crecimiento del cuarto trimestre (1,5%) fue similar a la observada (1,6%), el año completo se situó en 2,0%, lo cual fue superior a lo contemplado en el informe trimestral anterior (1,8%). Esto se explica por las revisiones al alza del PIB en los trimestres anteriores.
26. Por ramas de actividad, los sectores con

mayores crecimientos durante el año fueron los servicios financieros y la construcción, mientras que la minería y el transporte tuvieron una contracción.

27. Para el cuarto trimestre, la producción industrial (según el IPI) se expandió en promedio cerca de 1,4%. Sin embargo, al excluir refinación de petróleo la industria se contrajo 0,6% en promedio. Así, el agregado fue impulsado significativamente por el dinamismo de la subrama de refinación de petróleo (que creció 11,2% en diciembre y 13,4%

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

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

para el cuarto trimestre). Este comportamiento se observó a lo largo del año. También es importante señalar que la tendencia de la industria total muestra una pendiente ascendente, mientras que la de las manufacturas sin refinación es plana.

28. Por el lado del gasto, el DANE publicará las cifras el 1 de marzo. La información disponible para el cuarto trimestre ratifica lo presentado en el Informe anterior. En particular, se prevé una aceleración del consumo privado y una

nueva contracción de la inversión, la cual acumularía cuatro trimestres consecutivos con tasas de crecimiento negativas. Las exportaciones netas habrían contribuido a la expansión de la economía.

29. Según la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, en diciembre las ventas minoristas (sin combustibles) crecieron 7,4% anual. El agregado para el cuarto trimestre se expandió 5,0% frente al mismo período de 2015, acelerándose con respecto

al registro del tercero (-2,0%).

30. Al igual que en noviembre, el buen desempeño de las ventas obedeció al comportamiento de vehículos. En diciembre las ventas de automotores aumentaron 38,9% anual, registrando una contribución de 4,3 pp. al total de las ventas. El agregado del trimestre se expandió 21,3% frente al mismo período de 2015, significativamente mayor que el -12,7% del tercero. Al descontar las ventas de vehículos, en el mes, el agregado restante se expandió

- 2,9% anual. El trimestre registró un crecimiento de 2,4% frente al mismo período del año pasado (vs. 0,1% del tercero). Las mayores contribuciones provinieron de las ventas de electrodomésticos y muebles para el hogar, y alimentos. El aumento de las ventas de automóviles y de electrodomésticos en noviembre y diciembre pudo obedecer a un anticipo de compras ante las expectativas de mayores precios debido al incremento del IVA.
31. Con relación a la formación bruta de capital, distinta de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles, en diciembre el balance de expectativas de inversión de la EMEE registró caídas adicionales y sugiere que este renglón del PIB habría continuado contrayéndose. Algo similar mostró el comportamiento de las importaciones de bienes de capital (llevadas a pesos constantes). Esta serie registró nuevas caídas, aunque no mayores que las del tercer trimestre de 2016.
 32. Respecto a la inversión en construcción, el indicador de obras civiles registró un crecimiento de 3,9% anual en el cuarto trimestre, resultado menor que lo esperado. Las mayores contribuciones se presentaron en aquellas relacionadas con las del grupo de carreteras y las otras obras de ingeniería. En contraste, las construcciones para la minería mostraron una contracción importante que contrarrestó la expansión de los demás rubros.
 33. Por otra parte, de acuerdo a las cifras en dólares de comercio exterior del DANE, en el cuarto trimestre se redujo el déficit comercial. Según las estimaciones del Banco, lo anterior es cierto también cuando se llevan las series a pesos reales.
 34. La información disponible para 2017 todavía es muy escasa. En enero el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo se desplomó con respecto a los registros de finales del año pasado, y llegó a mínimos en la historia de la serie. Tanto el componente de las condiciones económicas como el de las expectativas hacia mediano y largo plazo cayeron. Las cifras a enero publicadas por Fenalco y ANDI revelaron un crecimiento anual del número de matrículas de 2,8%. Es importante señalar que las matrículas de vehículos de uso particular (consumo durable) cayeron 1,6% anual, mientras que las de uso comercial (inversión en equipo de transporte) aumentaron 8,3%.
 35. Por el lado de la oferta, en enero la producción de café se situó en 1.275.000 sacos de 60 kg, lo que implicó una expansión anual de 12,2%.
 36. En la industria, los indicadores de la encuesta de Fedesarrollo con corte a enero mostraron una leve mejoría en los pedidos. En contraste el indicador de existencias (contracíclico) y las expectativas a tres meses reportaron una cifra menos favorable. El componente tendencial de cada una de las series no sugiere cambios, por lo que el sector manufacturero continuaría mostrando un comportamiento débil. Con todo ello, la confianza industrial mostró un leve deterioro y su componente tendencial sugiere que el debilitamiento del sector continúa.
 37. Para 2017 se sigue previendo una expansión del PIB entre 0,7% y 2,7%, con 2,0% como dato más probable.
 38. Por último las cifras del mercado laboral a diciembre muestran aumentos leves en los indicadores de tasa de desempleo. La única

reducción se dio en las áreas rurales, donde continúa la tendencia descendente, mientras que la de las trece áreas sigue con una leve tendencia ascendente, lo que obedece a un estancamiento del empleo. A nivel nacional, el comportamiento de la serie en el último año hace difícil identificar con claridad su tendencia. No obstante, en el trimestre móvil terminado en diciembre se observó un aumento en el empleo asalariado frente al mismo período del

año anterior (para las trece áreas).

III. Comportamiento de la inflación y precios

39. La inflación anual en enero de 2017 fue 5,47%, cayendo con respecto a diciembre (5,75%). Desde julio pasado, cuando alcanzó 8,97%, la inflación anual ha venido descendiendo de manera ininterrumpida (Cuadro 4).
40. La variación mensual fue de 1,02%, nivel superior al pronosticado

por el mercado (0,90%) y por el equipo técnico del Banco.

41. La información disponible sugiere que durante enero parte del incremento observado en los precios al consumidor obedeció al impacto de la reforma tributaria (por el cambio en el IVA, el impuesto verde y la Ley de Licores). De acuerdo con los diferentes métodos de estimación, este impacto en dicho mes habría sido entre 20 pb y 40 pb.
42. La caída de la inflación anual total en el último

Cuadro 4
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica a enero de 2017

Descripción	Ponderación	dic-15	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	Participación en porcentaje en la desaceleración del mes
Total	100,00	6,77	7,27	6,48	5,96	5,75	5,47	100,00
Sin alimentos	71,79	5,17	5,92	5,64	5,31	5,14	5,26	-21,87
Transables	26,00	7,09	7,20	6,49	5,74	5,31	5,37	-2,11
No transables	30,52	4,21	4,85	4,81	4,83	4,85	4,83	6,60
Regulados	15,26	4,28	6,19	6,07	5,64	5,44	5,93	-26,37
Alimentos	28,21	10,85	10,61	8,53	7,54	7,22	5,97	121,87
Perecederos	3,88	26,03	6,66	-2,18	-4,94	-6,63	-10,15	72,44
Procesados	16,26	9,62	12,56	11,75	10,89	10,74	9,38	73,39
CFH	8,07	5,95	9,18	8,64	8,36	8,54	9,26	-23,96
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		5,17	5,92	5,64	5,31	5,14	5,26	
Núcleo 20		5,22	6,73	6,58	6,33	6,18	6,18	
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. públs.		5,93	6,65	6,37	6,08	6,03	5,95	
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,84	5,52	5,22	5,05	5,06	
Promedio indicadores inflación básica		5,43	6,29	6,03	5,74	5,60	5,61	

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

- mes se concentró en el IPC de alimentos sin comidas fuera del hogar.
43. En el último mes los indicadores de inflación básica presentaron comportamientos mixtos. El IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos fue el único que disminuyó (de 6,03% a 5,95%). En contraste el IPC sin alimentos aumentó (de 5,14% a 5,26%). Por su parte, el IPC sin alimentos ni regulados (5,06%) y el núcleo 20 (6,18%) se mantuvieron estables (Cuadro 4).
44. Al interior del IPC sin alimentos, el ajuste anual de la canasta de transables (sin alimentos ni regulados) aumentó levemente al pasar de 5,31% en diciembre a 5,37% en enero. Este comportamiento podría estar explicado porque el impacto de la reforma tributaria contrarrestó el efecto bajista de la apreciación del peso. De acuerdo con las estimaciones de la SGEE, el IPC de transables sin alimentos ni regulados deberá ser el segmento más golpeado por el aumento de los impuestos indirectos.
45. Por su parte, el ajuste anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados en enero (4,83%) fue algo menor al de diciembre (4,85%). Como se mencionó en el anterior informe, este segmento de la canasta se ha mantenido fluctuando entre 4,8% y 5,0% en los últimos doce meses. Dicha estabilidad está asociada con los precios de los arriendos, cuya variación anual de enero (4,0%) fue igual a la de diciembre y similar a la que se observa desde hace más de un año. La subcanasta de afectados por tipo de cambio disminuyó (de 5,66% a 5,14%), mientras que el segmento de indexados (servicios de educación, salud, administración de edificios, entre otros), con una variación anual de 6,15%, presentó pocos cambios. Por el contrario, la variación anual del agregado de ítems restantes (donde se incluyen las boletas de fútbol) aumentó de 5,79% a 6,38%.
46. El IPC de regulados se situó en 5,93%, aumentando 49 pb frente al de diciembre. Este repunte se explica por servicios públicos (de 6,08% a 6,35%) y por combustibles (de 1,83% a 4,27%). En el caso de los servicios públicos, el acuerdo incrementó sus tarifas en enero más de 1,0% y las de combustibles en más de 2,0% (se supone que el impuesto al carbono de 135 pesos comenzó a cobrar-se desde enero). Por su parte, el transporte (6,07%) permaneció sin cambios, aunque se anticipan aumentos dados los diversos anuncios sobre reajustes entre 5% y 10% para los primeros meses de 2017 en varias ciudades del país.
47. La variación anual de los precios de los alimentos continuó descendiendo en la medida en que siguieron disipándose los choques ocasionados por el fenómeno de El Niño sobre los perecederos, principalmente. Así, en este último mes la mayor caída se concentró nuevamente en este subgrupo (de -6,63% a -10,15%), gracias al comportamiento de los precios de productos como papa, zanahoria, otros tubérculos y frijol. En enero también disminuyó la variación anual del IPC de alimentos procesados (de 10,74% a 9,38%) sobre todo gracias a los menores ajustes en los precios del arroz, sal, café y pollo.
48. Sin embargo, las comidas fuera del hogar volvieron a sorprender al alza (9,26% en enero frente a 8,54% en diciembre). De acuerdo con las estimaciones de la SGEE el impacto

- de la reforma tributaria debería ser muy bajo en este caso, por lo que el aumento en su variación anual tendría que obedecer a otros factores como el ajuste del salario mínimo en 7% o los incrementos en el precio de la carne (superiores al 18% anual en enero).
49. Las presiones de los costos no laborales continuaron atenuándose en enero, según la variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), la cual pasó de 1,62% en diciembre a 0,88% en enero. Las variaciones anuales de los componentes del IPP local (3,23%) e importado (-4,17%) disminuyeron 62 pb y 104 pb, respectivamente.
50. En los costos laborales el comportamiento fue mixto. Con información a diciembre el ajuste de los salarios del comercio (6,89%) y la industria (6,42%) permanecieron inalterados, aunque significativamente por encima de la meta de inflación. Por el contrario, con datos a enero, los salarios de la construcción mantuvieron un ritmo de ajuste más compatible con la meta: los de la construcción pesada en 3,90% (frente a 4,29% en diciembre) y los de la construcción de vivienda en 4,44% (frente a 4,28% del mes anterior). Como se mencionó en el informe pasado el incremento del salario mínimo (7,0%) podría ejercer algunas presiones alcistas sobre el IPC, aunque limitadas debido a la holgura que muestra actualmente el mercado laboral.
51. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros (aplicada a comienzos de febrero), la inflación esperada para diciembre de 2017 aumentó de 4,51% enero a 4,61% en febrero. Por el contrario, las expectativas a doce meses disminuyeron de 4,25% a 4,09%, mientras que las de veinticuatro meses (3,61%) no presentaron cambios de importancia. Por último, las obtenidas a partir de los títulos de deuda pública en pesos y UVR (*breakeven Inflation*, BEI) en promedio para lo corrido de febrero (hasta el 22), se mantuvieron en niveles similares a los del mes anterior para los plazos a dos, tres y cinco años, y se ubicaron en 4,74%, 4,31% y 3,82%, en su orden.

El gerente general del Banco de la República, Juan José Echavarría, presenta el *Informe de política monetaria y rendición de cuentas*

3 de febrero de 2017

1. Inflación

En diciembre la inflación anual siguió descendiendo, pero su nivel y expectativas, así como las medidas de inflación básica, superan el rango-meta del 2% al 4%. En efecto, al final de 2016 la inflación anual se redujo por quinto mes consecutivo y se situó en 5,75%. La desaceleración del IPC de alimentos continuó, aunque en diciembre fue algo más lenta que lo esperado. Por su parte, los precios de los bienes y servicios más impactados por la fuerte depreciación nominal pasada continúan registrando incrementos más moderados.

Las medidas de inflación básica también se han desacelerado, aunque a un ritmo más lento que la inflación total. El promedio de estas medidas, que en 2016 alcanzó su mayor nivel en julio (6,61%), descendió y se situó en diciembre en 5,6%. Algunas de las medidas de expectativas de inflación aumentaron y todas superan el rango meta del 2% al 4%: la de los analistas a un año se situó en 4,25%; las que se derivan de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se incrementaron y se sitúan entre 3,8% y 4,8%.

Cabe esperar que los efectos de los fuertes choques transitorios de oferta (El Niño y la depreciación nominal) que desviaron la inflación de la meta se sigan diluyendo. Lo anterior, junto con las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento, debería conducir la inflación al rango meta en 2017.

2. Crecimiento

Las nuevas cifras de actividad económica para el cuarto trimestre de 2016 indican que el crecimiento económico habría sido bajo, aunque algo mayor que el registrado en el tercero. Con esto, el equipo técnico redujo la estimación de crecimiento más probable del producto para todo 2016, desde 2% a 1,8%, contenida en un rango entre 1,6% y 2%. Para el mismo año los nuevos datos de comercio exterior sugieren que el déficit en la cuenta corriente habría sido algo menor que el proyectado un trimestre atrás, y se habría situado entre 4,3% y 4,7% del PIB, con 4,5% como cifra más probable.

Para 2017 se espera una recuperación de la demanda externa y de los términos de intercambio del país, en un entorno de comercio mundial con alta incertidumbre. La dinámica de la demanda interna seguiría débil, aunque algo mejor que la registrada en 2016, debido principalmente al comportamiento de la inversión. Con esto, el equipo técnico del Banco proyecta un crecimiento entre 0,7% y 2,7%, con 2% como cifra más probable; este pronóstico se sitúa en la parte baja del rango proyectado por el mercado.

La desaceleración del producto y el menor desbalance externo en 2016, ha sido el reflejo del ajuste requerido en la economía colombiana debido al choque negativo al ingreso nacional que el país viene enfrentando desde mediados de 2014. La estrategia de inflación objetivo de mantener un aumento bajo y estable en los precios al consumidor, con expectativas de inflación ancladas en la meta, es un factor importante que propende por la sostenibilidad del crecimiento económico. Retornar a tasas mayores y sostenibles de crecimiento del PIB per cápita requiere reformas estructurales en la economía, que no solo dependen del Banco de la República sino del Gobierno y los empresarios.

3. Balance de riesgos y decisiones de política monetaria

En síntesis, la economía colombiana continúa ajustándose a los fuertes choques registrados desde 2014 y el déficit en la cuenta corriente sigue corrigiéndose. La dinámica del producto ha sido más débil que la proyectada, la inflación se ha desacelerado y los efectos de varios de los choques transitorios de oferta que han afectado la inflación y sus expectativas siguen revirtiéndose y es probable que esta tendencia continúe. No obstante, la reversión de la inflación subyacente ha sido más lenta que la total, y algunas expectativas de inflación aumentaron y todas superan el rango meta del 2% al 4%.

Ante este contexto macroeconómico, existe consenso en la Junta de que, partiendo de un nivel posiblemente contractivo, una tasa de interés de referencia menor podría contribuir a que el producto se sitúe en su tendencia de largo plazo. Sin embargo, la postura de la política monetaria, además de tener en cuenta la debilidad proyectada de la demanda agregada, debe garantizar que la inflación subyacente y las expectativas de aumentos de precios registren una reversión robusta hacia la meta. En este entorno y con la información y pronósticos disponibles, la Junta estima adecuada una senda decreciente de la tasa de interés de referencia. No obstante, la gran incertidumbre que rodea el contexto externo y la evolución futura de las expectativas de inflación y de la actividad económica, dificulta determinar la velocidad de dicha senda.

Por lo anterior, al evaluar el incremento de las expectativas de inflación, la mayor incertidumbre global y el comportamiento de la demanda interna, la Junta Directiva consideró conveniente mantener inalterada la tasa de interés de referencia a la espera de nueva información.

Compras de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario en el mes de enero de 2017

7 de febrero de 2017

El Banco de la República informa que en enero 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 enero, el saldo de dichos títulos en su poder era 8.985,3 miles de millones de pesos (valor a precios de mercado). En febrero del 2017 no hay vencimientos de TES en poder del BR.

El portafolio del Banco (expresado en valores nominales) se compone de TES denominados en pesos (\$8.119,2 miles de millones) y TES denominados en UVR (UVR1,2 miles de millones).

El Banco de la República y el BID presentan el libro *Desempleo femenino en Colombia*

10 de febrero de 2017

El libro, producto de un esfuerzo de investigación conjunto del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco de la República, analiza algunos de los problemas que enfrentan las mujeres en el mercado laboral así como la heterogeneidad regional de este fenómeno. Es la primera vez que, de manera sistemática, se analizan las diferencias del desempleo entre hombres y mujeres en Colombia para entender sus más importantes dimensiones.

Además de reiterar la importancia de la cobertura y calidad de la educación para ex-

plicar las brechas de género, el libro ofrece varios elementos de reflexión para las políticas públicas en áreas menos exploradas, pero críticas para el desempeño laboral de la mujer, como la movilidad urbana, las características de los vecindarios, el acceso al cuidado infantil, los mecanismos de búsqueda de empleo, y la licencia de maternidad, entre otras.

Los procesos de investigación y edición del libro fueron coordinados por Francesca Castellani, asesora de la Gerencia de los Países Andinos del Banco Interamericano de Desarrollo, y Luis Eduardo Arango, investigador principal del Banco de la República quienes contaron con la asesoría de Eduardo Lora, investigador asociado del Centro de Desarrollo Internacional de la Universidad de Harvard.

Para realizar este estudio, la Gerencia Técnica del Banco de la República y la Oficina del Banco Interamericano de Desarrollo en Bogotá promovieron una convocatoria entre centros de investigación colombianos e investigadores del Banco de la República, denominada “Desempleo estructural femenino y heterogeneidad regional del mercado laboral colombiano”. Las ocho propuestas seleccionadas forman el cuerpo del libro, aparte del capítulo introductorio elaborado por Eduardo Lora.

Los capítulos son: “Diferencias por sexo en los flujos de trabajadores entre estados laborales y el futuro laboral de las colombianas”, por Hugo López y Francisco Lasso, del Banco de la República; “Diferencias en las tasas de desempleo por género”, a cargo de Jaime Tenjo, Oriana Álvarez y María Camila Jiménez, de la Universidad de Bogotá Jorge Tadeo Lozano; “Heterogeneidad regional en las diferencias por género de las tasas de desempleo”, desarrollado por Juan Carlos Duque de la Universidad EAFIT, Gustavo García de la Universidad de los Andes, Paula Herrera de la Pontificia Universidad Javeriana y Enrique López-Bazo de QR-IREA y la Universidad de Barcelona; “Duración del desempleo en Colombia: género, intensidad de búsqueda y anuncios de vacantes”, por Luis Eduardo Arango y Ana María Ríos, del Banco de

la República y el Departamento Nacional de Planeación, respectivamente; “Calidad de los vecindarios y oferta laboral femenina en un contexto urbano: un caso aplicado a la ciudad de Medellín” y “Efectos laborales de los servicios de cuidado infantil: evidencia del Programa Buen Comienzo”, a cargo de Lina Cardona Sosa y Leonardo Fabio Morales, del Banco de la República; “Acceso a fuentes de empleo de las mujeres en Bogotá”, por Ana María Díaz, de la Pontificia Universidad Javeriana, y “Maternidad y mercado laboral: el impacto de la legislación”, por Natalia Ramírez, de la Universidad de los Andes, y Ana María Tribín y Carmina Vargas, del Banco de la República. Los capítulos se derivan de los trabajos de investigación publicados en las series de Documentos de Trabajo del BID y Borradores de Economía del Banco de la República.

Las versiones del libro en formatos electrónicos (PDF y EPUB) podrán ser descargadas gratuitamente.

Seminario: Retos del Cesar en el posconflicto

23 de febrero de 2017

El miércoles 1 de marzo se llevará a cabo el evento académico, en el marco del proyecto Ciudad y Región, del Banco de la República, y como parte de las actividades de aniversario del Centro de Estudios Económicos Regionales, CEER, de la sucursal de Cartagena en sus veinte años de creación.

La Agencia Cultural de Valledupar y el Centro de Estudios Económicos Regionales de Cartagena, se han unido para desarrollar la agenda de conferencias en la sede de la Agencia, ubicada en la Cra. 9 #16-13, con la intervención de destacados investigadores del CEER de Cartagena: María Aguilera, Javier Pérez, María Alejandra Olarte, Jaime Bonet y Jhorlan Ayala. También, se contará con las intervenciones de profesionales de amplia experiencia, como Carlos Eduardo Campos,

secretario de Agricultura del Cesar; Aníbal Quiroz, jefe de Planeación de Valledupar, el consultor Fernando Herrera y Gelka Gutiérrez, rectora de la Fundación Universitaria del Área Andina de Valledupar, entre otros.

Los temas a tratar, en el horario de 8:00 a. m. a 12:30 p. m., están relacionados con economía regional, finanzas, medioambiente, capital humano y desempleo, entre otros aspectos.

La entrada al evento es libre y no requiere inscripción.

Conozca la agenda del evento en: <http://www.banrep.gov.co/es/os-valledupar-01-03-2017>

Banco de la República reduce la tasa de interés de intervención en 25 puntos base (pb) y la sitúa en 7,25%

24 de febrero 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 7,25%. En esta decisión, la Junta tomó en consideración principalmente los siguientes aspectos:

- En enero la inflación anual disminuyó por sexto mes consecutivo y se situó en 5,47%. El promedio de las medidas de inflación básica se mantuvo estable en 5,61%. Las expectativas de inflación de los analistas para diciembre de 2017 aumentaron y continúan por encima del rango de 2% a 4%; las de los analistas a dos años y aquellas derivadas de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se mantuvieron estables y se sitúan entre 3,7% y 4,8%.
- 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 enero.

- Se espera que en 2017 el crecimiento de la demanda externa sea algo mayor que el registrado en 2016. Las tasas de interés internacionales de largo plazo se mantienen en niveles superiores a los registrados en 2016 y los términos de intercambio de Colombia se siguen recuperando. En este entorno el peso se ha apreciado frente al dólar.
- En Colombia, el crecimiento económico del cuarto trimestre de 2016 fue 1,6%, algo mejor que lo observado en el tercero; en todo el año culminó en 2%. El indicador de confianza del consumidor para el mes de enero de 2017 registró una fuerte caída. Si esto termina reflejándose en el gasto de los hogares, el pronóstico de crecimiento para 2017 podría reducirse (2% en un rango entre 0,7% y 2,7%).
- 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 debilidad de la actividad económica y el riesgo de una desaceleración excesiva.
- La incertidumbre sobre la velocidad de la convergencia de la inflación a su meta.
- El nivel actual de la tasa de interés real de política es contractivo.

En este entorno, la Junta consideró que la senda de tasas de interés de política compatible con un adecuado balance de los anteriores riesgos contempla una reducción de 25 pb. La información nueva sobre la inflación, la actividad económica y el contexto internacional determinará el ritmo de normalización de la política.

La decisión de reducir la tasa de interés de intervención contó con la aprobación de cuatro miembros de la Junta. Los dos restantes votaron por mantener la tasa de interés en 7,5%.