



◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 27 de julio de 2017

El 27 de julio de 2017 se llevó a cabo en la ciudad de Bogotá D. C. la reunión ordinaria de la Junta Directiva del Banco de la República con la presencia del ministro de Hacienda y Crédito Público, Mauricio Cárdenas Santamaría, el gerente general, Juan José Echavarría, y los directores, Gerardo Hernández Correa, Ana Fernanda Maiguashca Olano, Adolfo Meisel Roca, José Antonio Ocampo Gaviria y Juan Pablo Zárate Perdomo.

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

Un mayor detalle de la situación macroeconómica elaborada por el equipo técnico del Banco de la República se presentará en el *Informe Mensual de Política Monetaria* (junio de 2017) y en el anexo estadístico.

1. Contexto macroeconómico

- a. La nueva información continúa sugiriendo un débil crecimiento del PIB para el segundo trimestre de 2017. Por el lado de la oferta, los indicadores sectoriales disponibles siguieron mostrando un comportamiento débil. Las cifras apuntan a un deterioro de la industria, la construcción de edificaciones y la minería, mientras que la demanda de energía ha mejorado. Por el lado de la demanda, se observa una aceleración de la inversión y un crecimiento del consumo total muy similar al observado en el primer trimestre del año. En contraste, las exportaciones netas contribuyen negativamente al crecimiento del PIB.
- b. En el mercado laboral, las cifras a mayo muestran una tendencia creciente en la tasa de desempleo y un estancamiento en

- el nivel de empleo para las trece principales ciudades del país. En el caso del total nacional, la tasa de desempleo sigue mientras que el número de ocupados disminuyó frente a lo ocurrido en abril de 2017. Se espera una ampliación de la brecha de desempleo dado que se pronostica un aumento adicional en la tasa de desempleo promedio para este año.
- c. En términos el endeudamiento total crece a tasas bajas. La cartera comercial real está mientras que la de los hogares lo hace a cifras que superan el crecimiento del PIB nominal. Las reducciones en la tasa de interés de referencia se han transmitido a las tasas de interés de créditos comerciales y en menor medida a las de los hogares.
- d. En el contexto externo, las economías de Estados Unidos y la Unión Europea continúan mostrando signos de recuperación moderada. Los principales analistas modificaron marginalmente las perspectivas de crecimiento para 2017. No obstante, los socios de la región continúan mostrando un bajo desempeño de sus economías, con revisiones a la baja en sus perspectivas de crecimiento para este año. Con esta información el equipo técnico mantuvo el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales.
- e. Los precios del petróleo han descendido, llegando a niveles inferiores a los pronosticados en el trimestre anterior. Este comportamiento se explica por la mayor producción de petróleo a nivel mundial, incluyendo Estados Unidos y los países de la OPEP.
- f. Con la información disponible, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2017 es de 3,7% del PIB (USD 11.461 m), con un rango entre 3,3% y 4,2%. 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. 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 cartera y otros préstamos y créditos externos.
- g. Así, las cifras recientes de actividad económica para el segundo trimestre indican que el producto habría crecido a una tasa baja, similar a la registrada en el primero. La dinámica de la demanda interna habría sido débil, aunque algo mejor que lo observado tres meses atrás. Las exportaciones netas tendrían un comportamiento similar al del primer trimestre de 2017.
- h. La inflación a junio se ubicó en 3,99% anual, registrando una caída de 38 puntos básicos con respecto al dato de mayo. En dicha caída contribuyeron todos los grandes grupos, destacándose, en la subrama de inflación sin alimentos la de transables y en la inflación de alimentos la de los alimentos perecederos (por efecto de algunas hortalizas y frutas) y los procesados (carne de res y azúcar especialmente).
- i. Las expectativas de inflación para diciembre de 2017 provenientes de la encuesta mensual a analistas financieros aplicada en julio se redujeron, situándose en 4,28%. La misma tendencia se ve reflejada en la encuesta trimestral realizada a las firmas, con un valor de 4,43% para finales de este año. Las extraídas de los títulos de deuda pública se encuentran entre 3,3% y 3,6%.
- j. 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 más débil. Las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento, que incorporan los anteriores efectos, deberían consolidar la convergencia de la inflación a la meta.

2. Discusión y opciones de política

Los directores destacaron que la inflación ha continuado reduciéndose. En el mes de junio, los cuatro indicadores de inflación básica bajaron, lo cual muestra que la convergencia hacia el rango meta en el horizonte de política se está cumpliendo. También resaltaron que, aunque la información disponible muestra una debilidad de la demanda mayor que la esperada para el segundo trimestre del 2017 y un crecimiento menor que lo esperado por el equipo técnico

del Banco de la República, las perspectivas para el segundo semestre son de una mejoría. Se espera que este resultado esté impulsado por las obras civiles, las exportaciones y el turismo.

Un total de seis miembros votaron por una reducción de 25 pb en la tasa de intervención. Los miembros del grupo mayoritario consideraron que existe espacio para esta reducción, dada la debilidad exhibida por la actividad económica y la tendencia decreciente de los datos de inflación e inflación básica. La nueva tasa de intervención está acercándose al terreno neutral. En la discusión hubo opiniones diferentes sobre el margen que existe para continuar reduciéndola.

Un miembro votó por mantener inalterada la tasa de intervención. La tasa de política se ha reducido 200 pb desde diciembre de 2016 y, posiblemente, se está en una posición cercana a la

neutral. El crecimiento de la economía es bajo y menor al esperado, pero aún queda un largo trecho para alcanzar la meta de inflación de largo plazo de 3%. Parece conveniente esperar a que se tenga nueva información sobre el comportamiento de ambas variables antes de optar por reducir tasas.

3. Decisión de política

La Junta Directiva del Banco de la República decidió bajar la tasa de interés de intervención en 25 pb y dejarla en 5,5%. La decisión de reducir la tasa de interés contó con la aprobación de seis miembros de la Junta. El miembro restante votó por no modificar la tasa de interés. 🗳️

*Minutas publicadas
en Bogotá D. C.,
el 11 de agosto de 2017.*



Anexo 1

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. La economía mundial siguió expandiéndose a un ritmo moderado en el segundo trimestre, impulsada por la demanda interna de las economías avanzadas y de China. Sin embargo en América Latina el desempeño continuó siendo muy mediocre, con poca evidencia de recuperación, salvo algunas excepciones.
2. En los Estados Unidos (EE. UU.), en el primer trimestre la inversión no residencial pasó a ser el principal motor de crecimiento, seguido por el consumo. El mercado espera para el segundo trimestre un mayor crecimiento con respecto al primero. Esto parece estar soportado por buenos resultados de los indicadores de confianza, producción y mercado laboral.
3. A pesar de lo anterior, la inflación en los EE. UU. ha disminuido en los últimos cuatro meses, ubicándose en junio en 1,6% anual. Algo similar se ha observado en la inflación núcleo, la cual registró un 1,7% anual en este mismo mes. Este fenómeno se atribuye a presiones bajis-
tas temporales, explicadas por servicios de telefonía celular y medicinas.
4. Como resultado de lo anterior, el mercado ha revisado sus expectativas de inflación, la cual solo se ubicaría por encima de la meta implícita de 2% de la Reserva Federal (Fed) hacia el segundo trimestre del 2018.
5. La información disponible sobre la zona del euro (ZE) para el segundo trimestre sugiere que esta continuaría su ritmo favorable de expansión. Así como en los EE. UU., en el primer trimestre la inversión pasó a ser el principal motor del crecimiento.
6. Los datos del segundo trimestre del año sugieren que este comportamiento continuaría. La confianza de consumidor se estaría ubicando en los niveles más altos de los últimos dieciséis años y los PMI manufactureros habrían seguido aumentando.
7. La inflación de la ZE también ha disminuido en los últimos meses. En junio registró un 1,3% anual, debido principalmente a los menores precios de los alimentos.
8. Al segundo trimestre la economía china 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%).
9. En América Latina, la información del crecimiento del PIB para el primer trimestre muestra desaceleraciones en Chile, Perú y Colombia. La información mensual de actividad económica disponible sugiere que en el segundo trimestre las economías de la región continuarían creciendo significativamente por debajo de lo observado en años anteriores, excepto en México, donde las proyecciones se han revisado al alza.
10. La inflación a junio en América Latina muestra una tendencia descendente, con excepción de México. Esto último podría ser asociado a la depreciación acumulada del peso mexicano y el alza reciente de los precios de los combustibles.
11. Los términos de intercambio de Colombia durante el segundo trimestre han mostrado

alguna disminución con respecto al primero, explicada principalmente por los menores precios del petróleo. En los últimos meses se ha hecho evidente que un precio cercano a los USD 54 por barril estimula la oferta de crudo. Aunque los términos de intercambio de Colombia muestran una recuperación con respecto a 2016, en lo corrido de 2017 estos han disminuido.

Exportaciones

12. En mayo el valor en dólares de las exportaciones

registró un crecimiento anual de 23,4%, explicado por aumentos en todos sus grupos de bienes. Se destaca nuevamente la variación de las ventas de bienes de origen minero, 33,2% anual, así como la recuperación de los bienes de origen agrícola y del resto de exportaciones (Cuadro 1).

13. En lo corrido del año, las exportaciones totales crecieron anualmente 24,9%, respondiendo en mayor medida al aumento de 47,1% en las ventas externas de los bienes de origen minero. El grupo resto de exportaciones es el único

que presenta contracción anual (-0,7%).

14. Para este período el valor de las exportaciones crece como consecuencia de mejoras en los precios, reflejadas en su índice, con un importante aumento anual de 27,2%, mientras que el índice de cantidades disminuye levemente (-1,5%). Esta mejora en los precios se da en los tres grupos de bienes, destacándose en los de origen agrícola (variación de 43,3% anual).

15. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en junio las

Cuadro 1
Comportamiento de las exportaciones en dólares
(porcentaje)

Mayo de 2017				
Variación anual (contribución)	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la variación anual			
	Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a variación anual del total	
Total exportaciones	23,4			
Bienes de origen agrícola	24,7	Banano	46,2	2
	(3,5)	Café	26,5	1,4
Bienes de origen minero	33,2	Carbón	88,5	13,8
	(18,2)	Oro	76,7	2,7
Resto exportaciones^{a/}	5,7	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	33,7	1,8
	(1,8)	Maquinaria y equipo	64,7	0,8
Acumulado Enero-Mayo de 2017				
Total exportaciones	24,9			
Bienes de origen agrícola	10,2	Café	19,6	1,6
	(1,7)	Banano	7,6	0,3
Bienes de origen minero	47,1	Carbón	72,0	9,7
	(23,4)	Petróleo crudo	34,5	8,9
Resto de exportaciones	(0,7)	Vehículos automotores y otros transporte	(15,2)	(0,3)
	(0,2)	Productos químicos	(1,8)	(0,2)

a/ En este rubro los destinos que más aportaron al crecimiento fueron Estados Unidos, Ecuador y la Unión Europea, con incrementos anuales en mayo de 28,5%, 7,6% y 10,0% respectivamente.

Fuente: DANE.

exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un crecimiento anual de 6,1% debido en mayor medida al comportamiento de las ventas externas de carbón y café (según esta fuente, en mayo este grupo de exportaciones había variado 33,6%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue 35,0%). Utilizando también este avance, se calcula una aproximación al grupo

resto de exportaciones, indicando que crece en junio 15,1% anual.

Importaciones

16. En mayo el valor en dólares de las importaciones CIF mostró un crecimiento anual de 4,0%, al cual aportó el incremento de las compras externas de equipo de capital y de materias primas (Cuadro 2).

17. En cuanto a los bienes de consumo, en mayo

registraron una caída anual de 1,8%, explicada por las menores importaciones tanto de bienes no duraderos como de duraderos, que registraron una contracción anual de 2,3% y 1,1%, respectivamente.

18. En lo corrido del año las importaciones totales crecieron 6,7% anual. En este período el índice de cantidades y el de precios mostraron un incremento de 5,2% y 1,4%, respectivamente. Lo anterior

Cuadro 2
Comportamiento de las importaciones en dólares
(porcentaje)

Mayo de 2017				
	Variación anual (contribución)	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la variación anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a la variación anual del total
Total importaciones	4,0			
Bienes de capital	8,8	Maquinaria industrial	17,5	1,2
	(2,6)	Equipo rodante de transporte	21,3	0,5
Materias primas	4,0	Combustibles	13,2	1,0
	(1,8)	Productos químicos y farmacéuticos	5,6	0,9
Bienes de consumo	(1,8)	Bienes de consumo no duradero	(2,39)	(0,3)
		Productos alimenticios	(20,2)	(1,0)
		Bienes de consumo duradero	(1,1)	(0,1)
	(0,4)	Vehículos de transporte particular	(10,9)	(0,7)
Acumulado Enero-Mayo de 2017				
Total importaciones	6,7			
Bienes de capital	10,4	Equipo rodante de transporte	65,6	1,8
	(3,1)	Partes y accesorios de equipo de transporte	12,0	0,5
Materias primas	6,8	Productos mineros	9,4	0,8
	(3,2)	Productos químicos y farmacéuticos	5,5	0,8
Bienes de consumo		Bienes de consumo no duradero	(2,0)	(0,3)
	2,0	Productos alimenticios	(6,3)	(0,3)
		Tabaco	(36,3)	(0,1)
	(50,0)	Bienes de consumo duradero	6,9	0,7
	Vehículos de transporte particular	7,5	0,4	
	Máquinas y aparatos de uso doméstico	7,7	0,2	

Fuente: DANE.

indicaría que a pesar de que el aumento de las importaciones se debe a un efecto conjunto, es más relevante el aporte de las cantidades, que se concentra en los bienes de capital.

19. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en junio las importaciones CIF registraron un incremento anual de 3,1% (según esta fuente, en mayo habían crecido 2,2%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue un ascenso de 4,0%).

II. Proyecciones de variables externas

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

20. En este informe se registraron pocos cambios en el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales del país, frente a lo presentado en el informe trimestral de marzo. Se sigue esperando una recuperación en todo 2017 frente a 2016, con un segundo semestre de este año algo

más dinámico que el primero.

21. El crecimiento de los Estados Unidos se redujo con respecto a hace un trimestre, teniendo en cuenta que el dato del primer trimestre fue inferior a lo esperado por el mercado. El consumo continuaría impulsando la economía, soportado en las mejoras continuas del mercado laboral.

22. En el escenario central se espera un alza en la tasa de interés de política de la Reserva Federal (Fed), en lo restante de 2017 y otra en 2018. Así, a finales

Cuadro 3
Escenarios de crecimiento para los principales socios comerciales

País o región	2017			2018		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EE. UU.	1,8	2,2	2,6	1,0	2,2	3,0
	1,5	2,3	3,0	1,0	2,3	3,0
Zona Euro	1,4	1,8	2,2	0,5	1,6	2,2
	1,2	1,7	2,2	0,5	1,7	2,2
China	6,2	6,6	6,8	5,2	6,2	6,8
	6,0	6,5	6,8	5,2	6,2	6,8
Brasil	(0,3)	0,4	1,0	0,4	2,1	3,2
	(0,5)	0,5	1,5	1,0	2,5	4,0
Ecuador	(1,5)	0,0	0,8	(1,5)	0,5	1,5
	(1,5)	0,2	1,0	(1,5)	0,5	1,5
Venezuela	(10,0)	(7,0)	(2,0)	(5,0)	(1,0)	1,0
	(9,0)	(6,0)	(1,0)	(3,0)	0,0	1,0
Perú	2,4	3,0	3,6	3,0	4,0	5,0
	2,3	3,5	4,3	3,0	4,0	5,0
México	1,2	2,0	2,8	1,0	2,2	3,0
	0,5	1,6	2,5	1,0	2,2	3,0
Chile	0,8	1,4	2,0	1,0	2,6	3,5
	0,8	1,8	2,8	1,0	2,6	3,5
Socios comerciales	1,1	1,8	2,4	1,2	2,3	3,0
	1,5	1,8	3,0	1,0	2,3	3,0

Fuente: Banco de la República.

- de 2018, su límite superior se ubicaría en 1,75%. El escenario central no contempla los posibles efectos que causaría el programa de reducción de hoja de balance recientemente anunciado por la Fed.
23. El crecimiento de la Zona Euro (ZE) se revisó ligeramente al alza para 2017, teniendo en cuenta los buenos datos observados. El panorama político ha mejorado considerablemente en los últimos meses, lo cual ayuda a la confianza de consumidores y empresarios.
 24. Para este informe se espera que el crecimiento de la ZE se desacelere en 2018, debido al impacto del Brexit.
 25. La política monetaria por parte del Banco Central Europeo continuaría siendo expansiva, aunque menos que lo contemplado anteriormente, dados los anuncios recientes. Se espera que la inflación continúe en niveles bajos.
 26. En cuanto a China, se revisó ligeramente al alza el crecimiento para todo 2017, teniendo en cuenta los buenos resultados del primer y segundo trimestre. Hacia adelante esta economía continuaría desacelerándose, pasando a depender más del consumo. Se espera que se continúen tomando medidas para reducir la tasa de crecimiento del crédito, lo cual sugiere una política monetaria futura más contractiva. Adicionalmente, las medidas de estímulo fiscal por parte del Gobierno continuarán activas para que la desaceleración no sea tan marcada.
 27. De nuevo el balance de riesgos estaría sesgado a la baja. Algunos de los riesgos que podrían afectar negativamente el crecimiento son:
 - Los niveles de apalancamiento en China continúan representando un riesgo para la estabilidad financiera global.
 - El choque negativo sobre la inversión si no se efectúan reducciones en impuestos en los EE. UU., de acuerdo con algunos analistas.
 28. En contraste, un riesgo al alza es que la baja inflación sea persistente por razones estructurales, lo cual permitiría una política monetaria más expansiva en la ZE o los EE. UU. que la contemplada en el escenario central.
 29. Dado lo observado durante el 2017 es razonable pensar que un precio del petróleo referencia Brent cercano a lo pronosticado para el informe de marzo (54 dólares por barril) estimula expresivamente la oferta mundial del mismo. Sin embargo, varios factores evitarían que cayera aún más:
 - El acuerdo de la OPEP se seguiría cumpliendo parcialmente.
 - La recuperación del crecimiento en las economías avanzadas favorecería los precios.
- Teniendo en cuenta estos factores, se proyecta un precio promedio de USD 51 por barril (que implica un precio de 48.5 USD en promedio para lo que resta del año) (referencia Brent) para 2017 y de 52 USD por barril para 2018.
- ### Proyección de la balanza de pagos
30. Con los resultados a marzo de 2017, la información disponible para lo corrido del segundo trimestre y el escenario de contexto externo presentado en la sección anterior, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2017 es de 3,7% del PIB (USD 11.461 m) en el escenario central, con una estimación de 3,3% para el escenario de bajo crecimiento de los socios comerciales y de 4,2% para el escenario alto. 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 los escenarios.
31. El déficit en cuenta corriente proyectado para 2017 es menor al observado en 2016, cuando se ubicó en 4,3% del PIB (USD 12.236 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 y un déficit de servicios similar al de un año atrás. Por el contrario, se espera una ampliación del déficit de la renta factorial, debido en buena parte a la mejora de los precios de exportación.
 32. Así, el ajuste adicional de la cuenta corriente para 2017 estaría explicado no por una disminución de los egresos, como sucedió el año pasado, sino por el incremento de los ingresos, principalmente por exportaciones de bienes.
 33. Para las exportaciones de bienes se estima un crecimiento anual de 10,9% en el escenario central, en especial por incrementos de los precios internacionales de los principales productos. Para el resto de bienes (distintos a mineros y principales agrícolas) se espera un crecimiento anual de 5,3%. En cuanto a las importaciones en dólares, se prevé un aumento anual de 4%, impulsado principalmente por el crecimiento observado en la primera mitad del año.
 34. Adicionalmente, se espera que el comercio de servicios alcance en 2017 un déficit similar al observado un año atrás. Por un lado se estima un crecimiento de los ingresos, asociados en gran medida al turismo, esto debido al mayor número y gasto esperado de viajeros extranjeros en Colombia. En cuanto a los egresos, se prevé un 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.
 35. Por renta de factores se estima un incremento de los egresos netos frente a lo observado en 2016, asociado al aumento de las utilidades de las empresas del sector minero-energético, y a los

Cuadro 4

	2016	2017	
		Central	Variación
Cuenta corriente (A + B + C + D)	(12.236)	(11.461)	775
Porcentaje del PIB	(4,30)	(3,70)	0,60
A. Bienes	(9.858)	(7.953)	1.905
Exportaciones	33.381	37.003	3.622
Importaciones	43.239	44.956	1.718
B. Servicios no factoriales	(3.151)	(3.164)	(13)
Exportaciones	8.008	8.670	662
Importaciones	11.159	11.834	675
C. Renta de los factores	(5.074)	(6.462)	(1.388)
D. Transferencias	5.846	6.118	272

Fuente: Banco de la República.

- mayores pagos de intereses por concepto de préstamos y títulos de deuda.
36. Con respecto a la proyección presentada un trimestre atrás, el déficit corriente en dólares para 2017 se incrementó en USD 409 m, y como proporción del PIB pasó de 3,6% a 3,7%.
37. La revisión al alza en dólares del déficit corriente se explica, principalmente, por la menor proyección de las exportaciones de bienes. Esto es resultado, en especial, de la revisión a la baja de los precios de los principales productos de exportación, y en menor medida de sus volúmenes (con excepción de las cantidades de carbón). En cuanto a las importaciones, se espera una tasa de crecimiento mayor a la presentada un trimestre atrás, debido al crecimiento anual de 6,5% esperado para el primer semestre del año. Para el resto de rubros,
- se revisó a la baja el déficit de servicios y de renta factorial, y al alza las transferencias corrientes y las exportaciones de productos industriales.
38. 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 cartera y otros préstamos y créditos externos (Cuadro 5).
39. Los flujos por inversión extranjera directa en Colombia (IED) registrarían una caída anual de 20,5%, producto del efecto base de los recursos de la venta de Isagén en 2016. Descontada dicha operación, la IED crecería 4,7% impulsada por las mayores inversiones al sector minero-energético, manufacturero y comercio.
40. Adicional a esto, se esperan entradas netas de capital por inversiones de cartera, en gran parte asociadas con la colocación de bonos a cargo del Gobierno y con la compra de acciones en el mercado local por parte de inversionistas extranjeros. También se estiman recursos por compra de TES a cargo de extranjeros, aunque sin alcanzar los montos observados en 2016.
41. A lo anterior se sumarían entradas de capital relacionadas con préstamos y otros créditos externos, otorgados en su mayoría por organismos multilaterales.
42. La nueva información disponible sobre el desempeño de la actividad real en Colombia continúa sugiriendo un débil crecimiento del PIB para el segundo trimestre de 2017, incluso más bajo que el implícito en las

Crecimiento, demanda interna y crédito

Cuadro 5

	2016	2017 Central
Cuenta Financiera (A + B + C + D)	(12.818)	(11.461)
A. Inversión directa (ii-i)	(9.171)	(7.504)
i. Extranjera en Colombia (IED)	13.687	10.874
ii. Colombiana en el exterior	4.516	3.371
B. Inversión de cartera	(3.716)	(4.360)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	(97)	(189)
D. Activos de reserva	165	592
Errores y omisiones (E y O)	(582)	0

Fuente: Banco de la República.

- proyecciones realizadas por el equipo técnico hace tres meses.
43. La dinámica observada por la serie desestacionalizada del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE confirma lo anterior. Este indicador se expandió 1,2% anual en mayo, una desaceleración frente a registro de abril (1,5%). El agregado para el bimestre abril-mayo creció 1,3%.
 44. A lo largo del segundo trimestre se habría registrado una expansión de la demanda interna, sustentada no solo por el consumo sino igualmente por la inversión, a diferencia de lo ocurrido en trimestres anteriores. El consumo total habría crecido a un ritmo similar al observado en los primeros tres meses del año, resultado de leves aceleraciones tanto del componente privado como del público. Nuevamente, las exportaciones netas habrían restado a la dinámica del PIB por cuenta de una contracción de las ventas al exterior (en particular de productos básicos como café y petróleo), y de un incremento de las importaciones reales.
 45. En particular, según los resultados de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas minoristas de mayo retrocedieron 0,3% frente al mismo mes de 2016. El agregado del bimestre abril-mayo se contrajo 1,2% anual, comparado con el -1,7% del primer trimestre.
 46. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante cayó 0,9% anual en el mismo mes. El bimestre lo hizo apenas 0,3%, lo que contrastó con el crecimiento de -1,4% del primer trimestre del año.
 47. Por su parte, las ventas de vehículos registraron una caída de 3,0% anual en mayo. El agregado del bimestre retrocedió 6,3% frente al mismo período del año pasado, lo que significó una profundización del mal desempeño observado en el primer trimestre (cuando cayó 3,0% anual).
 48. Otros indicadores auxiliares sugieren que el desempeño del consumo privado seguiría siendo bajo, aunque algo mayor que el de los primeros tres meses del año. El índice de confianza del consumidor (ICC) de junio aumentó un poco frente a los niveles de abril y mayo, pero continúa por debajo de su promedio calculado desde noviembre de 2001. El promedio del ICC para el segundo trimestre de 2017 es algo mayor que el de los primeros tres meses del año.
 49. La serie desestacionalizada del balance de ventas de mayo de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República también permite prever que el consumo privado habría registrado tasas de crecimiento bajas.
 50. Respecto al mercado laboral, las series desestacionalizadas con corte a mayo muestran estabilidad en la tasa de desempleo a nivel nacional, pero una tendencia creciente desde hace cerca de un año para la de las trece áreas. En cuanto al empleo, el número de ocupados de las trece áreas permanece estancado. Para este mismo dominio geográfico, con información al trimestre móvil terminado en mayo, las series desestacionalizadas muestran un aumento del empleo asalariado y una disminución del no asalariado con respecto a sus niveles del mes anterior.
 51. Con respecto a la formación bruta de capital, las cifras de importaciones de bienes de capital (en pesos constantes) del segundo trimestre de 2017 sugieren que los crecimientos de las inversiones en maquinaria y equipo y en equipo de transporte se habrían recuperado, luego de varios

- trimestres en terreno negativo. Los resultados de expectativas de inversión de la EMEE a mayo corroboran esta proyección.
52. En materia de comercio exterior, las cifras publicadas por el DANE con cifras a mayo, y la información de los boletines de la DIAN con información a junio, permiten proyectar una caída de las exportaciones reales en el segundo trimestre. En particular, este comportamiento sería coherente con el mal desempeño reportado para la producción de petróleo y la de café. Las importaciones, por su parte, habrían crecido a un ritmo moderado.
53. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el segundo trimestre de 2017 continuaron mostrando un comportamiento débil. Las cifras apuntan a un deterioro de la industria, la construcción de edificaciones y la minería en ese período, mientras que la demanda de energía ha mejorado.
54. De acuerdo con la Encuesta Mensual Manufacturera (EMM) del DANE, el Índice de Producción Industrial (IPI) mostró una contracción de 0,6%, mayor que la esperada por el DPI. Al excluir refinación, las manufacturas restantes se contrajeron a una tasa anual de 0,8%. Para el ítem de refinación de petróleo, el resultado fue una variación anual de 0,0%, con lo que el impulso proveniente de dicha subrama es ahora nulo. En lo corrido del año la industrial total cae 1,3%, mientras que la industria sin refinación de petróleo cae 3,0%.
55. Con información a junio, el volumen de pedidos y del nivel de existencias (contracíclico a la producción) reportados por los empresarios en la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo mejoró levemente frente al registro de mayo. Adicionalmente, las expectativas de producción a tres meses de la misma encuesta mostraron un aumento. Pese a lo anterior, los componentes tendenciales de las tres series muestran un debilitamiento del sector. Con todo ello, la confianza industrial mejoró levemente.
56. Para el sector comercio, la misma encuesta mostró un leve repunte en los balances de la situación económica actual y de las perspectivas de las ventas a seis meses percibida por los comerciantes. Se debe señalar que a pesar de la recuperación, los componentes tendenciales de ambas series muestran un significativo deterioro.
57. Para el caso de la agricultura, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros (FNC) la producción cafetera se situó en 1.049.000 sacos, lo que representó una disminución anual de 9,4% en el mes de junio. El agregado para el segundo trimestre de 2017 se contrajo 17,4%, contrastando con el registro del primer trimestre, cuando la producción se expandió 12,9%.
58. Por el contrario, los indicadores del sector de electricidad, gas y agua sugieren una recuperación, luego de la contracción mostrada en los primeros tres meses del año (pasó de -2,4% a 1,7%). El componente tendencial de la serie mostró una pendiente positiva. Mientras que el componente regulado creció 2,7%, el no regulado cayó 0,3%.

Comportamiento de la inflación y precios

59. La inflación anual al consumidor de nuevo cayó (de 4,37% en mayo a 3,99% en junio) y completó once meses de descensos continuos. Desde enero de 2015 (3,82%) la inflación anual no se situaba por debajo del techo del rango meta (Cuadro 6).

Cuadro 6
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica a junio de 2017

Descripción	Ponderación	dic-16	mar-17	abr-17	may-17	jun-17	Participación en porcentaje en la desaceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración del año corrido
Total	100,00	5,75	4,69	4,66	4,37	3,99	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	5,14	5,13	5,60	5,35	5,12	42,37	3,33
Transables	26,00	5,31	5,59	5,35	4,88	4,41	29,29	12,63
No transables	30,52	4,85	5,33	5,22	5,25	5,21	3,18	(5,08)
Regulados	15,26	5,44	4,05	6,75	6,24	6,01	9,91	(4,22)
Alimentos	28,21	7,22	3,65	2,49	2,09	1,37	57,63	96,67
Perecederos	3,88	(6,63)	(13,09)	(14,47)	(14,13)	(14,72)	7,50	26,50
Procesados	16,26	10,74	6,28	5,12	4,39	3,29	45,99	65,77
CFH	8,07	8,54	8,94	8,08	7,79	7,62	4,14	4,40
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		5,14	5,13	5,60	5,35	5,12		
Núcleo 20		6,18	6,01	5,84	5,59	5,31		
IPC sin perecederos, ni comb. ni servicios públicos		6,03	5,61	5,37	5,29	5,07		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,05	5,44	5,28	5,09	4,87		
Promedio indicadores inflación básica		5,60	5,55	5,52	5,33	5,09		

Fuente: DANE; cálculos Banco de la República

60. En lo corrido del año se acumuló una inflación de 3,35%, nivel inferior al registrado para igual período de 2016 (5,10%). La inflación mensual (0,11%) fue menor a la registrada en junio de 2016 (0,48%) e inferior a la estimada por el mercado (0,21%) y la SGEE.

61. En el último mes, la caída de la inflación anual al consumidor se explica principalmente por el comportamiento de los grupos de alimentos procesados y de transables.

62. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, cayó por segundo mes consecutivo a 5,09%, desde 5,33% en mayo. Esta medición había exhibido una gran estabilidad en torno a 5,5% durante los primeros cuatro meses del año.

63. Todos los indicadores de inflación básica disminuyeron en junio. El IPC núcleo 20, el de mayor nivel, fue el que más cayó (de 5,59% a 5,31%).

Por su parte, el IPC sin alimentos pasó de 5,35% a 5,12%, el IPC sin alimentos ni regulados de 5,09% a 4,87% y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos de 5,29% a 5,07% (Cuadro 6).

64. Los tres componentes principales del IPC sin alimentos (transables, no transables y regulados) presentaron un descenso en su variación anual. El más marcado fue el del IPC de transables, el cual se redujo de 4,88% en

- mayo a 4,41% en junio, con lo cual se completaron cuatro meses de disminuciones en este indicador. Dicha evolución confirma que las presiones alcistas por cuenta de la depreciación acumulada hasta abril y por el aumento del IVA han continuado desvaneciéndose. A ello se suman las escasas presiones que se derivan de una demanda interna muy débil.
65. En el caso del IPC de no transables, el descenso de la variación anual fue mínimo (a 5,21%), sosteniéndose en niveles muy similares a los de los últimos tres meses. En esta subcanasta se destaca la estabilidad que continúan exhibiendo los ajustes de arriendos (4,33%) y del subgrupo de indexados (6,90%, jalonado por servicios de educación y de salud), esto a pesar del pobre desempeño de la demanda. Adicionalmente, en junio aumentó la variación anual del subgrupo de “Afectados por tipo de cambio”, algo que obedeció al incremento de las tarifas de servicios de televisión, lo que podría guardar relación con la depreciación del tipo de cambio de los últimos dos meses.
66. La variación anual de regulados disminuyó de 6,24% en mayo a 6,01% en junio. Todos los componentes cayeron a excepción de transporte. Servicios públicos pasó de 5,53% en mayo a 5,01% en junio, gracias a que las tarifas de energía presentaron reducciones este mes y ajustes muy bajos en los dos meses anteriores frente a lo observado un año atrás. Transporte (de 5,92% a 6,06%) impulsó la inflación al alza por bus intermunicipal, rubro que aumentó en Bogotá cerca de 10,0% en junio.
67. La variación anual de alimentos volvió a disminuir y se situó en 1,37%. Así, la tendencia descendente ininterrumpida de este indicador cumple once meses, período durante el cual se han revertido los choques de El Niño y del paro camionero. Los modelos de la SGEE sugieren que esta tendencia debe prolongarse hasta el próximo mes, pero a partir de agosto podría observarse un aumento.
68. En junio todos los componentes del IPC de alimentos disminuyeron. Alimentos procesados fue el que más cayó (de 4,39% a 3,29%) gracias a las disminuciones en el precio de la carne de res principalmente. En el caso de los alimentos perecederos, el descenso fue menor (de -14,13% a -14,72%) toda vez que ya se acumulan caídas significativas en la mayoría de estos rubros. Por su parte, comidas fuera del hogar pasó de 7,79% a 7,62%.
69. En cuanto a las presiones de costos, en junio los no laborales continuaron cayendo como lo vienen haciendo desde mediados del año pasado. El ajuste anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) se hizo más negativo (pasó de -0,16% en mayo a -0,83% en junio). La variación anual del IPP oferta interna continuó en terreno negativo (-0,09%), por debajo del registrado del año pasado para el mismo período (2,38%).
70. Los costos laborales no presentaron cambios de importancia, de acuerdo con la última información disponible. Los salarios de la industria manufacturera se ajustaban en mayo a una tasa anual de 6,5%, los del comercio a 5,3% y los de la construcción de vivienda y construcción pesada en mayo lo hacían en junio al 5,7% y 4,4%, respectivamente. Así, los salarios continuaron ajustándose a tasas muy superiores a la meta de inflación, esto pese a la relativa holgura que se estima para el mercado laboral.
71. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República

(aplicada a comienzos de julio), las expectativas de inflación a máximo un año cayeron, mientras las de un horizonte de tiempo mayor aumentaron. La inflación esperada para diciembre de 2017 retrocedió de 4,37% en mayo a 4,28% en junio, las expectativas a doce meses también cayeron de 3,62% a 3,60%. En contraste, las de veinticuatro meses aumentaron de 3,34% a 3,38%.

72. La inflación implícita en los títulos de deuda pública (*Breakeven inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR para lo corrido de julio (hasta el 25) se ubica en 2,93% a dos años, en 3,07% a tres años y 3,25% a cinco años. Frente al promedio de junio, el BEI promedio se redujo 4 pb y 1 pb para los plazos a dos años y tres años, mientras que aumentó 4 pb para el plazo a cinco años.

73. Por último, utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2017 es de 4,88% (este se obtiene adicionando a la expectativa de inflación para lo que resta del año, la inflación acumulada observada). Para los años 2018, 2019 y 2020 corresponde a 3,26%, 3,42% y 3,52%, respectivamente.

◆ Comunicados de prensa

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

10 de julio de 2017

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

Durante el mismo mes, el Banco efectuó compras definitivas de TES B por \$401.0 miles de millones (valor a precios de mercado). Al finalizar junio de 2017, el saldo de dichos títulos en su poder era \$10.144,8 miles de millones de pesos (valor a precios de mercado).

El portafolio del Banco (expresado en valores nominales) se compone de TES denominados en pesos (\$8.739,8 miles de millones) y TES denominados en UVR (UVR1,6 miles de millones - \$405,9 miles de millones). En julio del 2017 no hay vencimientos de TES en poder del BR.

A continuación se presenta el saldo del portafolio del Banco a finales de diciembre del 2016:

Plazo	Pesos	UVR
Hace 2 años	2,274	1.200
mayor a 2 hasta 5 años	3,106	76
mayor a 5 años	2,739	118
Total	8,119	294

Valores nominales en pesos (mm)

Banco de la República es reconocido por el buen manejo de control interno

8 de mayo de 2017

El Banco de la República se destaca como la mejor entidad en la aplicación del Modelo de Control Interno (MECI), pues obtuvo un puntaje de 97,32% sobre 100%, de acuerdo con el más reciente informe del Departamento Administrativo de la Función Pública.

Para conocer este resultado, se evaluaron cinco factores como el entorno de control, el direccionamiento estratégico, la administración del riesgo, el seguimiento y la información y la comunicación, lo que ubicó al Banco en un nivel de madurez satisfactorio.

Además del Banco de la República, se evaluaron otros organismos autónomos como la ANTV (76,7%) y la Comisión del Servicio Civil (74,4%) y se observó que este grupo cumple de forma completa y bien estructurada con la aplicación del Modelo de Control Interno y que toman acciones derivadas del seguimiento y análisis de la información interna y externa, que permiten la actualización de sus procesos.

Nuestra institución muestra también un nivel bajo de criticidad, igual al de otras entidades como la Contraloría General de la República, la Procuraduría General de la Nación y la Auditoría General de la República.

¿Qué es el Modelo de Control Interno (MECI)?

El Modelo Estándar de Control Interno para el Estado Colombiano – MECI proporciona la estructura básica para evaluar la estrategia, la gestión y los propios mecanismos de evaluación del proceso administrativo, y aunque promueve una estructura uniforme, puede ser adaptada a las necesidades específicas de cada

entidad, a sus objetivos, estructura, tamaño, procesos y servicios que suministran.

El MECI concibe el control interno como un conjunto de elementos interrelacionados, donde intervienen todos los servidores de la entidad, como responsables del control en el ejercicio de sus actividades; busca garantizar razonablemente el cumplimiento de los objetivos institucionales y la contribución de estos a los fines esenciales del Estado; a su vez, persigue la coordinación de las acciones, la fluidez de la información y comunicación, anticipando y corrigiendo, de manera oportuna, las debilidades que se presentan en el quehacer institucional.

Conozca el Informe del Modelo de Control Interno (MECI) en: http://www.funcionpublica.gov.co/documentos/418537/506969/2017-06_27_Informe_eje_anual_ci_vigencia2016.pdf/7548917d-6569-4acb-aa8e-1bf186f5fa74

El próximo domingo 23 de julio el Banco de la República celebra sus 94 años de creación

21 de julio de 2017

- Son 94 años en los que ha trabajado por la solidez y la estabilidad de la economía del país en beneficio de la sociedad colombiana y por contribuir al rescate, cuidado y difusión del patrimonio cultural de la Nación.

El Banco de la República invita a disfrutar de dos actividades académicas para celebrar esta fecha especial: el lanzamiento digital del primer tomo del libro *La economía colombiana en la Revista del Banco de la República, 1927- 2015*, escrito en dos tomos por el economista e investigador Mauricio Avella, y el lanzamiento del Portal de Investigaciones Económicas gestionado por el Centro de Apoyo a la Investigación

Económica - CAIE, que estará disponible al público a comienzos de agosto, donde podrán conocer el perfil de nuestros investigadores y sus publicaciones y nuestros grupos de investigación existentes en el país, entre otra información.

La economía colombiana en la Revista del Banco de la República, 1927- 2015

El primer tomo de este libro, que va desde 1923 a 1962, presenta un capítulo panorámico sobre la economía y las instituciones monetarias colombianas en la década de los años veinte del siglo XX, y la primera década y media del siglo pasado. Luego, aparecen tres capítulos que cubren este período y que constan de varios análisis coyunturales, como por ejemplo el de la Gran Depresión, la Segunda Guerra Mundial, la creación del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, entre otros; y de los esfuerzos de organización de estadísticas económicas y financieras realizados por el equipo de colaboradores del Banco entre noviembre de 1927 y diciembre de 1962. El segundo tomo de este libro estará disponible a finales de este año, cuando la *Revista del Banco de la República* cumpla 90 años.

Portal de Investigaciones Económicas

En este espacio los interesados podrán acceder, además de lo anteriormente descrito, a las diferentes publicaciones del Banco de la República, tales como revistas, documentos de trabajo y libros en formato digital, algunas de ellas se encuentran en *Research Papers in Economics*, como parte del esfuerzo colaborativo por parte de muchos países para mejorar la difusión de las investigaciones en economía.

También podrán obtener información sobre el Centro de Apoyo a la Investigación Económica (CAIE), ubicado en el Banco de la República en Bogotá, que apoya la producción de información y el desarrollo de la investigación económica y financiera que soporta la toma de decisiones, la rendición de cuentas y la difusión al público.

Banco de la República reduce la tasa de interés de intervención en 25 puntos base (pb) y la sitúa en 5,5%

27 de julio 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 5,5%. En esta decisión, la Junta tomó en consideración principalmente los siguientes aspectos:

- En junio la inflación anual se situó en 3,99% y el promedio de las medidas de inflación básica en 5,09%, cifras inferiores a las registradas un mes atrás. Las expectativas de inflación de los analistas para diciembre de 2017 y 2018 bajaron y se sitúan en 4,28% y 3,52%, respectivamente. Aquellas derivadas de los papeles de deuda pública registraron cambios leves y para 2018 están ligeramente por encima del 3%.
- Los efectos de los fuertes choques transitorios de oferta que desviaron la inflación de la meta se siguen diluyendo. Así lo indica la desaceleración del IPC de alimentos y el comportamiento de los precios más sensibles a la tasa de cambio. El promedio de las medidas de inflación básica descendió más lentamente como consecuencia de la indexación de precios y por el efecto del incremento transitorio en los impuestos indirectos.
- La contribución del IPC de alimentos al descenso de la inflación anual puede revertirse durante el segundo semestre de este año. Por ello, las proyecciones indican que la inflación anual podría incrementarse ligeramente en ese semestre.
- Las proyecciones del precio del petróleo y de los términos de intercambio para lo que resta de 2017 se redujeron, pero

siguen reflejando aumentos respecto a los promedios registrados en 2016. La demanda externa sigue débil y se espera que su crecimiento sea algo mayor que el registrado un año atrás. En el último mes, las primas de riesgo país estuvieron relativamente estables y el peso se depreció frente al dólar.

- Las cifras recientes de actividad económica para el segundo trimestre indican que el producto habría crecido a una tasa baja, similar a la registrada en el primero. La dinámica de la demanda interna habría sido débil, aunque algo mejor que lo observado tres meses atrás. Las exportaciones netas tendrían un comportamiento similar al del primer trimestre de 2017.

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

- La creciente debilidad de la actividad económica y el riesgo de una desaceleración más allá de la compatible con el deterioro en la dinámica del ingreso originado por la caída en los precios del petróleo. Los indicadores recientes confirman excesos de capacidad de la economía, aunque la incertidumbre sobre el tamaño de estos es elevada.
- La incertidumbre sobre la velocidad de la convergencia de la inflación a la meta del 3%. Los mecanismos de indexación y la persistencia de la inflación continúan reflejándose en el nivel de los indicadores de inflación básica, los cuales superan la meta de inflación del 3%.
- El nivel actual de la tasa de interés real de política *ex ante* es contractivo.

En este entorno, la Junta decidió reducir la tasa de interés de intervención en 25 pb.

La decisión de reducir la tasa de interés contó con la aprobación de seis miembros de la Junta. El miembro restante votó por no modificar la tasa de interés.

Posición del Banco de la República frente al teatro Amira de la Rosa en Barranquilla

31 de julio de 2017

A principios de este año el Gobierno nacional, por medio del Ministerio de Hacienda, formuló a la Sala de Consulta y Servicio Civil del Consejo de Estado una consulta relacionada con el contrato de comodato del teatro Amira de la Rosa, celebrado entre el Banco de la República y la Sociedad de Mejoras Públicas de Barranquilla. El pronunciamiento de la Sala de Consulta era indispensable para establecer los pasos jurídicos a seguir por parte del Banco de la República, con el fin de resolver la situación de deterioro de la infraestructura del teatro.

La citada providencia establece una serie de condicionamientos que deben resolverse dado que el teatro no es de propiedad del Banco de la República. Por esa razón se han iniciado contactos con la Alcaldía de Barranquilla para avanzar en la solución, así como con el Ministerio de Cultura, dado el carácter de Bien de Interés Cultural de la Nación.

El Banco de la República reitera su disposición de continuar vinculado con la gestión cultural que representa el teatro Amira de la Rosa para Barranquilla.