



◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 31 de agosto de 2017

El 31 de agosto 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 Manguashca 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* de

julio de 2017 y en el anexo estadístico¹.

1. Contexto macroeconómico

1. El crecimiento del PIB del segundo trimestre del año fue 1,3% anual, similar a lo proyectado por el equipo técnico del Banco. Este resultado implicó un incremento entre trimestres de 0,7%, que corresponde a un anualizado de 3,0%. La demanda interna creció 1,9% frente al mismo período de 2016, algo por encima del registro del primer trimestre (1,5%).
2. Por ramas de actividad, los sectores que más crecieron en dicho trimestre fueron la agricultura y los servicios financieros. En contraste, la minería y la

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

- industria presentaron importantes contracciones.
3. La información disponible para el tercer trimestre es aún escasa, y no permite definir con certeza un pronóstico puntual para el crecimiento del PIB. No obstante, algunos indicadores sugieren que el desempeño de la actividad económica durante dicho período sería mayor que el registrado un año atrás.
 4. Respecto al mercado laboral, la información a junio muestra una leve corrección en la tasa de desempleo a nivel nacional, pero una tendencia creciente desde hace más de un año para la de las trece áreas.
 5. En términos reales el crédito a los hogares durante el segundo trimestre de 2017 creció 8,8%, mientras el endeudamiento comercial siguió estancado. Las tasas de interés de créditos comerciales (con excepción de la de construcción) han registrado caídas superiores a la de tasa de política. La transmisión hacia las tasas de interés de los préstamos dirigidos a los hogares ha sido menor; en los pasados dos meses se destaca la reducción de la tasa para compra de vivienda.
 6. En el contexto externo, las economías de Estados Unidos y la Unión Europea continúan mostrando signos de recuperación moderada. No obstante, los socios de la región continúan mostrando un bajo desempeño en su actividad económica. Con esta información el equipo técnico mantuvo el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales.
 7. En cuanto al petróleo, en las últimas semanas las noticias sobre menores inventarios en los Estados Unidos y sobre compromisos de menor producción por parte de algunos miembros de la OPEP parecen haber contribuido a estabilizar los precios alrededor del pronóstico del equipo técnico (USD 51/barril referencia Brent).
 8. Con todo lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República mantuvo el pronóstico de crecimiento para todo 2017 en 1,6%, contenido en un rango de entre 1,0% y 2,0%.
 9. La inflación a junio se ubicó en 3,4% anual, registrando una caída de 59 puntos básicos con respecto al dato de junio. En dicha caída contribuyeron todos los grandes grupos, destacándose en la subrama de inflación sin alimentos, la de transables y regulados. En la inflación de alimentos, la de los alimentos perecederos y los procesados. Es importante anotar que por base de comparación estadística y por el ciclo agrícola normal, la tendencia a la baja en la inflación anual de alimentos podría revertirse en los próximos meses.
 10. Las expectativas de inflación para diciembre de 2017 provenientes de la encuesta mensual a analistas financieros se redujeron y se situaron en 4,16%. Las expectativas de los analistas y las derivadas de los títulos de deuda pública a horizontes mayores o iguales a un año aumentaron ligeramente y se encuentran entre 3,5% y 3,8%.
 11. 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 que lo esperado. 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 los últimos datos de inflación, los cuales han tenido un comportamiento mejor que el esperado. En el mes de julio, los cuatro indicadores de inflación básica continuaron bajando, y las perspectivas para la variación anual del

IPC al cierre de 2017 han mejorado con las caídas recientes en este indicador. Todos resaltaron que esperan que la desaceleración de la actividad económica haya tocado fondo y que en el segundo semestre se empiece a evidenciar su recuperación.

Un total de seis miembros votaron por una reducción en la tasa de intervención, cuatro de los cuales votaron por un recorte de 25 pb y dos de ellos por un recorte de 50 pb. Los miembros del grupo mayoritario consideraron que existe espacio para un recorte de 25 pb, dada una actividad económica cuya dinámica es débil a pesar de la recuperación esperada en el segundo semestre, y una inercia inflacionaria que ha hecho que la caída de la inflación básica sea más lenta que la de

la inflación total. Con esta reducción, mencionaron, la tasa podría estar ya en terreno neutral según algunos cálculos.

Los dos miembros restantes consideran que la debilidad de la actividad económica amerita una respuesta contracíclica más fuerte, puesto que la brecha del producto es muy amplia y los resultados en materia de inflación han sido buenos. Esta última, consideraron, irá convergiendo a su meta, como lo ha hecho hasta ahora, y lo que resulta relevante en este momento es darle un mayor estímulo a la recuperación del crecimiento.

Un miembro votó por mantener inalterada la tasa de intervención. Destacó los riesgos que aún persisten en términos de inercia inflacionaria. Sin embargo, también manifestó su preocupación

por los bajos niveles de crecimiento que se esperan, a pesar de la recuperación del segundo semestre, para 2017 y 2018.

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 5,25%.

La decisión de reducir la tasa de interés contó con la aprobación de cuatro miembros de la Junta. Dos votaron por reducir la tasa de interés en 50 pb y el miembro restante votó por no modificar la tasa de interés. 🗳️

*Minutas publicadas
en Bogotá D. C.,
el 31 de agosto de 2017.*



a n e x o s

Anexo 1

1. Contexto externo y balanza de pagos

1. La información disponible sugiere que la economía global habría continuado su recuperación, impulsada principalmente por las economías avanzadas. A pesar de ello, la inflación continúa siendo persistentemente baja en las economías, en particular en los últimos meses y en las economías avanzadas.
2. La reciente baja inflación y su persistencia podría llevar a que en Estados Unidos y en la zona del euro la normalización de la política monetaria sea más lenta que lo esperado anteriormente.
3. Tal como se proyectaba, en los Estados Unidos el crecimiento se aceleró en el segundo trimestre, gracias al consumo y la inversión no residencial. A julio el mercado laboral continúa registrando buenos crecimientos en el empleo y un descenso sostenido de la tasa de desempleo.
4. De manera similar, la zona del euro también ha reportado buenos resultados en materia de actividad económica. La confianza de los consumidores y los empresarios a

agosto continúa en niveles altos, fundamentada en la percepción de una mayor estabilidad política.

5. En América Latina, las cifras disponibles de actividad económica al segundo trimestre muestran alguna recuperación en México, Chile y Colombia.
6. En términos generales, la inflación también habría mostrado una tendencia descendente en las economías emergentes a julio. En América Latina la excepción sigue siendo México, en donde sigue presentándose una aceleración importante.
7. En las últimas semanas las monedas latinoamericanas continúan mostrando estabilidad o alguna leve tendencia a la apreciación.
8. Los términos de intercambio de Colombia a junio se mantienen por encima de los bajos niveles del 2016. Sin embargo, se observa una leve tendencia a la baja en lo corrido de 2017.
9. En cuanto al precio del petróleo, en las últimas semanas las noticias sobre menores inventarios en los Estados Unidos y sobre compromisos de menor producción por parte de algunos miembros de la OPEP parecen

haber contribuido a estabilizar los precios alrededor del pronóstico del equipo técnico (USD 51/barril referencia Brent).

10. En julio se observaron nuevamente importantes entradas de capitales a economías emergentes. Sin embargo, en América Latina estos flujos fueron menores, y estuvieron concentrados en renta variable, puesto que en renta fija se observaron salidas. Los CDS en América Latina continúan estables.

Exportaciones de bienes

11. En junio, el valor en dólares de las exportaciones registró un crecimiento anual de 0,8%, explicado por el aumento de 12,7% del grupo resto de exportaciones. Por su parte, las ventas externas de bienes de origen agrícola y minero presentaron reducciones anuales, -1,3% y -4,5%, respectivamente (Cuadro 1). No se presentaban descensos en estos dos grupos desde noviembre del 2016 (exceptuando abril del presente año para los bienes de origen agrícola).
12. Por su parte, en lo corrido del año las exportaciones totales han crecido

Cuadro 1
Comportamiento de las exportaciones en dólares
(porcentaje)

Junio 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 exportaciones	0,80			
Bienes de origen agrícola	(1,30)	Café	(23,50)	(1,5)
	[(0,2)]	Banano	(30,60)	(1,3)
Bienes de origen minero	(4,50)	Petróleo crudo	(9,60)	(3)
	[(2,6)]	Carbón	(9,60)	(1,4)
Resto de exportaciones ^{a/}	12,70	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	25,30	1,2
	[3,6]	Vehículos automotores y otros transporte	54,00	0,8
Acumulado Enero-Junio de 2017				
Total exportaciones	20,40			
Bienes de origen agrícola	8,30	Café	12,90	1
	[1,4]	Flores	7,90	0,4
Bienes de origen minero	36,40	Carbón	55,60	7,6
	[18,6]	Petróleo crudo	24,80	6,7
Resto de exportaciones	1,50	Minerales no metálicos y metales básicos	20,20	0,5
	[0,5]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	5,80	0,4

a/ En este rubro los destinos que más aportaron al crecimiento fueron Ecuador, resto de Aladi y la Unión Europea, con incrementos anuales en junio de 80,2%, 25,7% y 37,0%, respectivamente.
Fuente: DANE.

anualmente 20,4%, respondiendo al aumento en las ventas externas de los tres grupos de bienes, en especial al incremento de las de bienes de origen minero (36,4%). La variación anual del grupo resto de exportaciones pasó a terreno positivo (1,5%) luego de cuatro meses con cifras negativas (desde febrero hasta mayo del presente año).

13. Para el acumulado del año, el valor de las exportaciones crece como consecuencia de la mejora en los precios, reflejada en su índice, con un importante aumento

anual de 23,4%, mientras que el índice de cantidades disminuye 2,1%. Esta mejora en los precios se da en los tres grupos de bienes, destacándose la de los de origen minero (variación de 36,4% anual).

14. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en julio las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un crecimiento anual de 61,8% debido en mayor medida al comportamiento de las ventas externas de carbón y café (según esta fuente, en junio este

grupo de exportaciones había variado 6,1%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue 7,9%).

Importaciones de bienes

15. En junio el valor en dólares de las importaciones CIF mostró un crecimiento anual de 2,5%, al cual aportó el incremento de las compras externas de los tres grupos de bienes, en especial el de materias primas y bienes de capital (Cuadro 2).
16. En cuanto a los bienes de consumo, en junio registraron una variación

Cuadro 2
Comportamiento de las importaciones en dólares
(porcentaje)

Junio 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	2,50			
Bienes de capital	2,70	Equipo fijo para la industria (otro equipo)	16,60	0,9
	[0,8]	Partes y accesorios de equipo de transporte	11,20	0,5
Materias primas	2,60	Productos mineros	16,80	1,4
	[1,2]	Productos químicos y farmacéuticos	9,10	1,4
Bienes de consumo	2,10	Bienes de consumo no duradero	7,50	1
		Productos alimenticios	14,90	0,7
	[0,5]	Bienes de consumo duradero	(4,20)	(0,5)
		Vehículos de transporte particular	(13,60)	(0,8)
Acumulado Enero-Junio de 2017				
Total importaciones	6,00			
Bienes de capital	9,10	Equipo rodante de transporte	44,20	1,3
	[2,7]	Equipo fijo para la industria (otro equipo)	10,40	0,6
Materias primas	6,10	Productos mineros	10,60	0,9
	[2,8]	Productos químicos y farmacéuticos	6,10	0,9
Bienes de consumo	2,00	Bienes de consumo no duradero	(0,40)	(0,1)
		Productos alimenticios	(3,00)	(0,1)
		Tabaco	(29,60)	0
	[0,5]	Bienes de consumo duradero	5,00	0,5
	Vehículos de transporte particular	3,90	0,2	
	Máquinas y aparatos de uso doméstico	7,70	0,2	

Fuente: DANE.

- anual de 2,1%, explicada por las mayores importaciones de bienes no duraderos, que crecieron 7,5%. Los bienes duraderos cayeron 4,2% anual.
17. El equipo rodante de transporte (bien de capital) y los combustibles (materia prima) cayeron en el mes 31,1% y 21,0% anual, respectivamente, contribuyendo con -2,9 pp a la variación anual del total de importaciones.
18. En lo corrido del año las importaciones totales han crecido 6,0% anual, apoyadas en aumentos en los tres grupos de bienes. En este período el índice de cantidades y el de precios mostraron un incremento de 4,7% y 1,2%, respectivamente. Lo anterior 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 julio las importaciones CIF registraron un incremento anual de 12,2% (según esta fuente, en junio habían crecido 3,1%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue un aumento de 2,5%).

Balanza comercial de bienes

20. La balanza comercial en la primera mitad de 2017 arroja un déficit de 4.346 millones de dólares FOB. Esto significa una reducción del déficit de 28,4% con respecto al mismo período del año anterior, debido a un crecimiento mayor de las exportaciones (20,4%) que de las importaciones (6,0%).

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

21. El crecimiento del PIB del segundo trimestre del año fue 1,27% anual, un poco por encima de lo pronosticado por el

equipo técnico del Banco de la República en el anterior *Informe sobre Inflación*. Este resultado implicó un incremento entre trimestres de 0,7%, que corresponde a un anualizado de 3,0%.

22. Al desagregar por componentes, la demanda interna creció 1,9% frente al mismo período de 2016, algo por encima del registro del primer trimestre (1,5%). Esto se explica sobre todo por la aceleración del consumo, y específicamente por la dinámica del componente público, que creció 4,2% anual; el crecimiento del consumo privado fue 1,4% anual. La formación bruta de capital también mostró

un mejor desempeño que en trimestres anteriores, y creció a un ritmo similar a lo esperado. Las exportaciones netas contribuyeron negativamente al crecimiento del PIB, en gran medida por las ventas externas de petróleo y café (Cuadro 3).

23. Por ramas de actividad, los sectores que más crecieron en dicho trimestre fueron la agricultura y los servicios financieros. En contraste, la minería y la industria presentaron importantes contracciones (Cuadro 4). Al clasificar los sectores entre no transables y transables, se observó que las variaciones anuales fueron 2,4% y -0,5%, respectivamente. El PIB

Cuadro 3
Resultados del crecimiento del PIB por el lado de la demanda

	2016				2016	2017	
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	II trim. (Observado)
Consumo total	3,0	23	0,9	1,8	2,0	1,7	2,1
Consumo de hogares	2,8	2,1	1,0	2,2	2,0	1,3	1,4
Bienes no durables	3,4	2,2	1,2	1,4	2,1	1,4	2,6
Bienes semidurables	1,2	1,1	(1,5)	(0,8)	0,0	(4,1)	(3,6)
Bienes durables	(4,6)	(5,6)	(3,7)	11,2	(0,8)	6,0	(3,4)
Servicios	3,4	3,1	1,9	2,4	2,7	1,7	2,1
Consumo final del Gobierno	3,8	3,0	0,2	0,4	1,8	2,6	4,2
Formación bruta de capital	(4,1)	(4,7)	(6,2)	(3,1)	(43)	0,0	1,4
Formación bruta de capital fijo	(4,0)	(4,0)	(3,6)	(2,9)	(3,6)	(0,8)	1,1
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	6,1	7,4	4,2	(0,7)	4,2	3,9	3,5
Maquinaria y equipo	(15,2)	(12,3)	(18,8)	(13,8)	(15,1)	(3,7)	2,8
Equipo de transporte	(20,6)	(7,2)	(14,6)	(4,8)	(11,9)	8,1	(1,2)
Construcción y edificaciones	10,7	1,2	10,6	0,7	5,6	(7,5)	(7,9)
Obras civiles	(1,0)	0,8	3,8	6,1	2,4	3,8	6,9
Servicios	2,9	(1,3)	4,4	1,3	1,8	3,7	0,5
Demanda interna	13	03	(1,1)	03	0,3	13	1,9
Exportaciones totales	0,9	1,8	(3,5)	(2,8)	(0,9)	(4,7)	(1,7)
Importaciones totales	(5,9)	(3,6)	(10,8)	(4,2)	(6,2)	(0,4)	3,7)
Producto interno bruto	2,5	2,5	1,2	1,6	2,0	1,2	1,3

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

- transable sin minería se expandió 0,7% anual.
24. La información disponible para el tercer trimestre es aún escasa, y no permite definir con certeza un pronóstico puntual para el crecimiento del PIB. No obstante, algunos indicadores sugieren que el desempeño de la actividad económica durante dicho período sería mayor que el registrado un año atrás. En parte, esto obedece a una baja base de comparación en igual período de 2016 para varios indicadores sectoriales, producto del paro camionero de julio de 2016. Por ramas de actividad se observaron retrocesos asociados a dicho paro en las actividades relacionadas con transporte (-1,4%), agricultura (-0,5%), electricidad, gas y agua (-1,4%)
- e industria sin refinación de petróleo (-2,2%).
25. Con información a julio, el índice de confianza del consumidor (ICC) de Fedesarrollo continuó mostrando leves aumentos frente a los registros de meses anteriores. Esta recuperación se dio tanto en el componente de condiciones económicas, como de perspectivas de los hogares. A pesar de esto, su nivel continúa en terreno negativo, por debajo del promedio calculado desde noviembre de 2001.
26. También con cifras a julio, los registros de matrículas de vehículos publicados por la ANDI y Fenalco crecieron 6,2% anual, frente a un muy bajo nivel en el mismo mes de 2016 debido al paro camionero. Los aumentos se dieron tanto
- para los de uso particular (5,5%) como de uso comercial (7,0%). Los niveles observados son menores que los de meses anteriores, y el componente tendencial de la serie continúa mostrando un deterioro.
27. Respecto al mercado laboral, las series desestacionalizadas con corte a junio muestran una leve reducción en la tasa de desempleo a nivel nacional, pero una tendencia creciente desde hace más de un año para la de las trece áreas. Esto último es consistente con un casi nulo crecimiento anual del empleo en estas áreas. Para este mismo dominio geográfico, con información al trimestre móvil terminado en junio, las series desestacionalizadas muestran un aumento anual

- del empleo asalariado y del empleo formal, y una disminución del no asalariado y del informal.
28. Por su parte, las importaciones de bienes de capital a julio (fuente DIAN), al ser llevadas a pesos constantes sugieren que durante dicho mes el gasto en inversión de bienes de capital distintos de edificaciones y de obras civiles habría crecido, aunque a un menor ritmo que el registrado para el agregado del segundo trimestre.
 29. Por el lado de la oferta, la información disponible muestra comportamientos dispares. Para la industria y el comercio las cifras señalan que el debilitamiento continuaría, mientras que para las actividades de minería, agricultura y demanda de energía se han observado noticias favorables.
 30. En julio, la demanda de energía total creció 3,3% anualmente. La tendencia de la serie continuó creciendo. Tanto la demanda de energía regulada (3,5%) como no regulada (3,0%) presentaron expansiones en julio.
 31. La producción de petróleo se ubicó en 856 miles de barriles diarios en julio, lo que implicó una expansión anual de 1,6%.
 32. De acuerdo con la Federación de Cafeteros, la producción de café se situó en 1.373.000 sacos de 60 kg, lo que implicó una expansión anual de 24,6%. Este indicador había caído fuertemente en julio de 2016. En lo corrido del año, el sector crece 1,3%.
 33. En contraste con lo anterior, en julio, los indicadores de pedidos y existencias de la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo continuaron señalando un debilitamiento del sector industrial. Por su parte, las expectativas de producción industrial para los próximos tres meses también disminuyeron levemente. El componente tendencial muestra una pendiente negativa desde hace un año. Con todo ello, la confianza industrial desmejoró levemente y mantiene su tendencia negativa en lo corrido del año.
 34. Algo similar ocurre en la encuesta EOE en julio donde los comerciantes se mostraron menos optimistas frente a la situación actual y a la percepción sobre las perspectivas frente a lo reportado en junio. El componente tendencial muestra pendiente negativa en ambos casos.
 35. Así las cosas, dadas la información actualizada del PIB del segundo trimestre y las dinámicas registradas por los diferentes indicadores coyunturales del tercer trimestre, el equipo técnico del Banco de la República mantiene el pronóstico de crecimiento para todo 2017 en 1,6%, contenido en un rango de entre 1,0% y 2,0%. Esta proyección es consistente con una aceleración del crecimiento en el segundo semestre a una tasa alrededor del 2,0% en promedio.
- ### III. Comportamiento de la inflación y precios
36. La inflación anual al consumidor descendió nuevamente en julio, situándose en 3,40%, frente al 3,99% del mes anterior. Se completa así un año de caídas ininterrumpidas en este indicador (Cuadro 5).
 37. Para el año corrido, la inflación acumulada ha sido de 3,30%, por debajo del registro en igual período del año pasado (5,65%).
 38. La inflación mensual en julio fue -0,05%, cifra que estuvo por debajo de lo esperado por el mercado (0,12%) y por el equipo técnico.
 39. Aunque todos los grupos contribuyeron a la caída de la inflación anual en julio, dicha contracción se concentró en los IPC de alimentos y regulados.
 40. La inflación básica, medida como el promedio

Cuadro 5
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
a julio de 2017

Descripción	Ponderación	dic-16	abr-17	may-17	jun-17	jul-17	Participación en porcentaje en la desaceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración en la del año corrido
Total	100	5,75	4,66	4,37	3,99	3,40	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	5,14	5,60	5,35	5,12	4,79	40,11	12,58
Transables	26,00	5,31	5,35	4,88	4,41	4,09	12,73	12,66
No transables	30,52	4,85	5,22	5,25	5,21	5,20	1,68	(3,38)
Regulados	15,26	5,44	6,75	6,24	6,01	5,03	25,70	3,30
Alimentos	28,21	7,22	2,49	2,09	1,37	0,20	59,89	87,42
Perecederos	3,88	(6,63)	(14,47)	(14,13)	(14,72)	(16,92)	23,47	25,74
Procesados	16,26	10,74	5,12	4,39	3,29	2,24	28,44	56,39
CFH	8,07	8,54	8,08	7,79	7,62	7,10	7,97	5,30
Indicadores de inflación básica								
Sin Alimentos		5,14	5,60	5,35	5,12	4,79		
Núcleo 20		6,18	5,84	5,59	5,31	5,22		
IPC sin perecederos, ni comb. ni servicios públicos		6,03	5,37	5,29	5,07	4,88		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,05	5,28	5,09	4,87	4,72		
Promedio indicadores inflación básica		5,60	5,52	5,33	5,09	4,90		

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, de nuevo cayó (desde 5,09% en junio a 4,90% en julio). Durante los primeros meses del año este promedio se mantuvo sin cambios de importancia, en torno al 5,5%, pero a partir de mayo ha presentado descensos significativos.

41. De manera idéntica a lo sucedido el mes pasado, todos los indicadores de inflación básica disminuyeron en julio. El IPC

sin alimentos (de 5,12% en junio a 4,79% en julio) y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (de 5,07% a 4,88%) fueron los que más cayeron. Disminuciones de menor magnitud se observaron en el IPC sin alimentos ni regulados (de 4,87% a 4,72%) y en el IPC núcleo 20 (de 5,31% a 5,22%) (Cuadro 5).

42. Dentro del IPC sin alimentos, las variaciones anuales de las subcategorías de transables y regu-

lados volvieron a disminuir en julio. La del IPC no transable permaneció estable.

43. La mayor caída se concentró en el IPC transables (de 4,41% en junio a 4,09% en julio). De esta manera, ha continuado diluyéndose lentamente el choque originado en la depreciación de tipo de cambio observada en años anteriores, a lo que se suma la debilidad de la demanda interna en lo corrido de 2017, la cual se ha manifestado sobre

- todo en una caída en el consumo de bienes durables y semidurables de origen importado.
44. La tendencia descendente que traía la variación anual del IPC de transables el año pasado había sido interrumpida a comienzos de 2017 debido al impacto transitorio que generó el aumento del IVA y otros impuestos indirectos en estos precios. Se espera que el efecto de dicho choque desaparezca en el primer trimestre del próximo año.
45. En julio, así como en meses recientes, se destaca la estabilidad del IPC de no transables, cuya variación anual se ha mantenido alrededor de 5,2%. Dentro de esta subcanasta conviene señalar la caída en el cambio anual de arriendos en julio (a 4,2% desde 4,3% en meses anteriores). En el caso de indexados, grupo que reúne los precios de servicios de educación y salud entre otros, el ajuste se mantuvo en 6,9%, como se observa desde febrero pasado. Estos precios no han respondido aún al pobre desempeño de la demanda interna.
46. La variación anual de regulados disminuyó de 6,01% en junio a 5,03% en julio. Todos los componentes cayeron a excepción de combustibles. El ajuste anual de servicios públicos fue el de mayor caída (de 5,01% en junio a 3,09% en julio). Igualmente, transporte retrocedió de 6,06% a 5,83%. Combustible fue el único componente del IPC no transable que aumentó (de 9,08% a 9,15%), a pesar de la caída en el precio de la gasolina de 46 pesos decretada en julio.
47. Cabe señalar que a partir de enero de 2018 se podrían presentar presiones alcistas sobre el IPC de servicios públicos en caso de que se concreten los aumentos significativos en las tarifas de aseo recientemente anunciados por la Alcaldía de Bogotá. Algo similar, aunque más pronto, se presentaría en el caso de las tarifas de taxis en Bogotá, por el cambio en la plataforma tecnológica y actualización de precios que debería suceder a partir de octubre. Se estima que dichos cambios implicarían un ajuste de las tarifas del orden del 7,0%.
48. La variación anual de alimentos completó un año cayendo sin interrupción y en julio se situó en 0,2% frente a 1,37% de junio. Al igual que sucedió el mes precedente, en julio volvieron a caer todos los componentes del IPC de alimentos. Los procesados pasaron de 3,3% a 2,2% (por menores ajustes en los precios de carne de res y pollo), los alimentos perecederos de -14,7% a -16,9% (gracia a caídas en precios del plátano y algunas hortalizas) y las comidas fuera del hogar de 7,6% a 7,1%.
49. Es importante anotar, que por base de comparación estadística y por el ciclo agrícola normal (que capturan los modelos de la Subgerencia), la tendencia a la baja en la inflación anual de alimentos habría llegado a su fin en julio. De esta manera se esperan algunos incrementos en este indicador en los próximos meses que tendrían impacto sobre la inflación anual al consumidor como se muestra más adelante.
50. En cuanto a los costos no laborales, en julio se interrumpió la senda descendente del IPP. En efecto, el ajuste anual del IPP total oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) subió de -0,83% en junio a -0,30% en julio. Este comportamiento se explica por el aumento de la variación anual de importados (de -0,66% en junio a 1,21% en julio). En contraste, la variación anual del segmento local del IPP (-0,95%) no presentó cambios de importancia.

51. Los costos laborales presentaron comportamientos mixtos, de acuerdo con la última información disponible. Los salarios de la industria manufacturera se ajustaron a una tasa anual creciente entre mayo (6,5%) y junio (7,3%), mientras los del comercio cayeron de 5,4% a 4,7%. Por su parte, los ajustes anuales de salarios en la construcción de vivienda (5,8%) y en la construcción pesada (4,4%) se mantuvieron estables. A pesar de la holgura en el mercado laboral, los salarios continuaron ajustándose a tasas muy superiores a la meta de inflación.
52. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de agosto), las expectativas de inflación a diciembre de este año continuaron bajando, mientras que las de un horizonte mayor aumentaron. La inflación esperada para diciembre de 2017 cayó de 4,28% en julio a 4,16% en agosto. Las expectativas a doce meses aumentaron levemente de 3,60% a 3,62% y las de veinticuatro meses lo hicieron de 3,38% a 3,42%.
53. 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 agosto (hasta el 29) se ubica en 3,00%, 3,18% y 3,38% para dos, tres y cinco años, respectivamente. Frente al promedio de junio, el BEI promedio aumentó 8 pb, 11 pb, y 12 pb para estos mismo horizontes respectivamente.
54. Por último, utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2017 es de 4,61% (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 3,43%, 3,60% y 3,69%, respectivamente.

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

8 de agosto de 2017

El Banco de la República informa que en julio de 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 julio de 2017, el saldo de dichos títulos en su poder era \$9.913,9 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 (COP 8.739,8 miles de millones) y TES denominados en UVR (UVR 1,6 miles de millones – COP 406,6 miles de millones). En agosto del 2017 no hay vencimientos de TES en poder del BR.

El Banco de la República presenta el libro *Inclusión financiera rural: el caso del sur del Tolima*

15 de agosto de 2017

El Banco de la República presenta este martes 15 de agosto el libro *Inclusión financiera rural: el caso del sur del Tolima*, escrito por Carlos Gustavo Cano, exdirector del Banco de la República; Paola Cuadros, profesional especializada de la Sección de Educación Económica y Financiera, y Dairo Estrada, investigador principal de la Subgerencia de Estudios Económicos, del Banco de la República. El evento se realizará a

las 6:00 p. m. en la Casa Gómez Campuzano, ubicada en la calle 80 # 8-66 en Bogotá, con la presencia de los autores del libro, del doctor Juan José Echavarría, gerente general del Banco de la República, y representantes de la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (Usaid) - Colombia.

Este libro es el resultado de una investigación, cuyo objetivo es evidenciar el nivel de inclusión financiera en la región del sur del Tolima. Mediante información de los hogares rurales, se indagó sobre la necesidad de mejorar los servicios y las intervenciones financieras que se han hecho en esa zona, a partir de lo cual, es posible sugerir que es necesario conocer las dinámicas económicas de las regiones, identificar los mejores canales y, en general, propender porque estas intervenciones del sistema financiero se formulen con base en las necesidades reales de la población, y de acuerdo con sus lógicas de producción agropecuaria. De esta forma, se buscará mejorar el bienestar y la calidad de vida de las personas.

Durante la investigación se pudo constatar que el sur del Tolima es una región con una esperanzadora ubicación geográfica y un enorme potencial de desarrollo económico, dada la transición que ha experimentado en estos últimos diez años dejando atrás su historia de guerra y narcotráfico, y convirtiéndose en una despensa de alimentos y en una región productora de uno de los mejores cafés de Colombia.

Sin duda, este proceso favoreció el componente asociativo de la población, lo que la ha conducido a potencializar las actividades rurales y agropecuarias, y la llevará a convertirse en una zona neurálgica para el país.

Esta investigación es el resultado de la participación de diferentes entidades, principalmente de la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (Usaid), el Banco de la República, la Iniciativa de Finanzas Rurales, la Universidad de Ibagué y su programa Paz y Región, el Departamento para la Prosperidad Social, la Dirección de Gestión Territorial, regional Tolima, las alcaldías, juntas de acción comunal y asociaciones

de productores de los municipios de Ataco, Planadas y Rioblanco, y los programas de Tierras y Desarrollo Rural y Colombia Responde - Región Central de Usaid.

La versión del libro en formato PDF puede descargarse gratuitamente en: www.banrep.gov.co/libros

El gerente general del Banco de la República, Juan José Echavarría, presenta: “Informe sobre inflación”

18 de agosto de 2017

1. Inflación

En julio de 2017 la inflación anual total al consumidor se situó en 3,4%, y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica en 4,9%, cifras inferiores a las registradas un mes atrás. Dicho comportamiento se explica en gran parte por la rápida desaceleración del precio de los alimentos, luego del pico de julio del año pasado, cuando su variación anual llegó a 15,7%. De esta manera, la inflación se encuentra dentro del rango meta como resultado de la disolución de los fuertes choques transitorios de oferta que la desviaron de la meta. Sin embargo, la contribución de los precios de alimentos al descenso de la inflación podría revertirse durante el segundo semestre de este año. Esto ocurriría por un efecto estadístico, ya que la base de comparación de dichos precios es baja. Es de señalar que las expectativas de inflación para diciembre se ubican en 4,1%, y a doce meses en 3,6%.

2. Sector externo

En el frente externo, el precio del petróleo y los términos de intercambio de Colombia para lo que resta de 2017 son un poco más bajos que

los previstos a comienzo del año. Sin embargo, siguen siendo mayores que los promedios registrados en 2016. La demanda externa se ha acelerado en los países desarrollados, pero en América Latina se prevé que continúe débil. En este entorno, el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos se ha venido corrigiendo de manera ordenada. A comienzos del año, el principal factor de corrección fue la caída en las importaciones, pero desde el segundo trimestre se advierte un repunte de los valores exportados.

3. Crecimiento

En materia de crecimiento, la última información del DANE con respecto al segundo trimestre del año indica que el producto creció a una tasa del 1,3% anual, ligeramente superior al incremento del primer trimestre de 1,2%. Aunque esta tasa revela una demanda interna aún débil, sugiere que la economía ya habría tocado fondo y que para el segundo semestre del año se esperan tasas de crecimiento superiores, cercanas al 2,0%. Algunos datos sugieren que el consumo, que representa dos tercios de la demanda agregada, ha mejorado. En todo caso, el crecimiento de Colombia supera el promedio latinoamericano.

Los sectores que impulsaron el crecimiento en el segundo trimestre del año fueron la agricultura, los servicios financieros y los servicios sociales y personales. En contraste, la minería tuvo un decrecimiento pronunciado; una tendencia que comenzó a mediados del 2015 y que se explica principalmente por la caída en los precios internacionales del petróleo. La industria también experimentó una contracción importante, después de que el año anterior registrara tasas de crecimiento superiores al promedio de la economía.

4. Política monetaria

En este ambiente de debilidad de la actividad económica, los indicadores recientes señalan excesos de la capacidad productiva de la economía, aunque aún hay mucha incertidumbre

sobre su tamaño. También es incierta la velocidad de convergencia de algunos indicadores de inflación básica a la meta del 3%, a pesar de que el índice total de precios ya se encuentra dentro del rango meta. Es de mencionar que el nivel actual de la tasa de interés real de política es aún contractivo. En este contexto, en su última sesión, la Junta Directiva del Banco decidió bajar la tasa en 25 pb y situarla en 5,5%. Con esta rebaja, entre diciembre de 2016 y julio de 2017, la tasa de interés de política se ha reducido en 225 puntos básicos.

Las tasas de interés del sistema bancario han venido reaccionando a esta baja en la tasa de interés de intervención. Las tasas del crédito preferencial incluso se han reducido más que la tasa de política. También se han dado disminuciones importantes en las tasas de interés de crédito ordinario, microcrédito e hipotecaria. Por su parte, las tasas del crédito de consumo no han reaccionado tan rápidamente. Comparada con otros países de América Latina, la tasa de política se encuentra en un nivel promedio, y se espera que en 2018 sea menor a la de los países latinoamericanos más importantes.

Banco de la República lanza la Exhibición Monetaria Interactiva (EMI), en la Agencia Cultural en Santa Marta

22 de agosto de 2017

El próximo miércoles 23 de agosto, a partir de las 10:00 a. m., el Banco de la República presentará la Exhibición Monetaria Interactiva (EMI), en las instalaciones de la Agencia Cultural de Santa Marta (calle 14 # 1C-37). Se trata de un espacio lúdico dirigido a estudiantes de últimos grados de secundaria, de los colegios públicos y privados, así como estudiantes universitarios, el cual les permitirá aprender,

por medio del juego, sobre temas relacionados con el dinero, la inflación y la historia del Banco, las funciones y todo lo referente a la política monetaria, a cargo del banco central.

El evento de lanzamiento contará con la presencia de Adolfo Meisel, codirector del Banco de la República, y con la participación de representantes de facultades de Economía y de las secretarías de Educación de Santa Marta y el departamento del Magdalena, así como rectores, docentes y estudiantes de instituciones educativas de la ciudad.

Durante el acto inaugural, el codirector Meisel invitará a todos los estudiantes de la ciudad y de la región a visitar la nueva EMI para que aprendan sobre economía, y resaltarán la importancia de este espacio para los estudiantes samarios y de la región Caribe, pues allí podrán relacionarse de una mejor manera con el quehacer de un banco central y su compromiso constitucional de mantener una inflación baja y estable, y apoyar el crecimiento del país retornando a sus tasas históricas promedio y sostenibles, contribuyendo así al bienestar de todos los colombianos.

Durante su visita a la EMI en Santa Marta, los estudiantes recibirán una charla sobre el papel del Banco de la República en la economía del país, así como un taller de reconocimiento de especies monetarias. Encontrarán en la sala interactiva seis módulos con alto nivel de interactividad, donde los estudiantes aprenderán sobre la historia y las funciones del Banco, la óptima utilización de los instrumentos de pago, la transición del trueque al dinero fiduciario y la importancia de tomar decisiones financieras apropiadas. Asimismo, podrán asumir el rol del gerente general del Banco de la República y jugar a tomar las decisiones más acertadas para mejorar el nivel de vida de todos los colombianos.

La nueva Exhibición Monetaria Interactiva hace parte del programa de Educación Económica y Financiera denominado Banrep Educa, y es una contribución adicional del Banco de la República a los colombianos, en su empeño por generar conocimiento.

¿Qué es la Exhibición Monetaria Interactiva?

La EMI es un espacio interactivo donde se tratan temas relacionados con el dinero, la inflación y la política monetaria; consta de una sala audiovisual y una sala interactiva. En 2007, el Banco de la República abrió las puertas de la primera Exhibición Monetaria Interactiva (EMI), en la Central de Efectivo en Bogotá, y se ha ido expandiendo de manera paulatina a otras ciudades como Medellín, Cali, Pasto, logrando educar en temas económicos y de banca central, a más de 73.500 estudiantes de todo el país. La EMI Santa Marta se constituye como otra exitosa iniciativa del Banco de la República que busca promover la generación del conocimiento. Aparte de las cinco salas interactivas ya existentes, este modelo planea expandirse en los próximos años a otras ciudades donde tiene sucursales y agencias culturales.

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

31 de agosto 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 5,25%. En esta decisión, la Junta tomó en consideración principalmente los siguientes aspectos:

- En julio la inflación anual se situó en 3,4% y el promedio de las medidas de inflación básica en 4,9%, cifras inferiores a las registradas un mes atrás. Las expectativas de inflación de los analistas para diciembre de 2017 y 2018 se sitúan en 4,16% y 3,64%, respectivamente. Aquellas derivadas de

los papeles de deuda pública registraron cambios leves y para 2018 están 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 transitorio de los impuestos indirectos, que ya fue asimilado durante los primeros meses del año.
- La contribución del IPC de alimentos al descenso de la inflación anual puede revertirse en lo que resta del año. Por ello, las proyecciones para ese período sugieren un incremento leve de la inflación anual.
- La demanda externa proveniente de las economías de la región sigue débil, en contraste con la de las economías desarrolladas. En los Estados Unidos la inflación sigue baja y se redujo la probabilidad de incrementos de la tasa de interés de la Reserva Federal en lo que resta del año. Los precios del petróleo se sitúan cerca del promedio estimado por el equipo técnico para 2017 y los términos de intercambio de Colombia superan el bajo promedio registrado en 2016. En este entorno, el peso se ha apreciado frente al dólar.
- En Colombia, el crecimiento del PIB para el segundo trimestre (1,3%) estuvo cercano a lo estimado por el equipo técnico. La demanda interna se aceleró más de lo esperado debido al comportamiento del consumo del Gobierno. La dinámica del gasto de los hogares siguió débil y la formación bruta de capital registró un crecimiento bajo, aunque mejor que el

observado en el primer trimestre. Las exportaciones netas restaron más de lo estimado al crecimiento, debido al aumento de las importaciones.

- Las cifras disponibles de actividad económica sugieren que la desaceleración de la economía tocó fondo y que se puede esperar un crecimiento superior durante el segundo semestre.

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 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 referencia es compatible con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política y algunos indicadores sugieren que está cercano a su nivel neutral, aunque existe incertidumbre sobre cuál es dicho nivel.

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 cuatro miembros de la Junta. Dos votaron por reducir la tasa de interés en 50 pb y el miembro restante votó por no modificar la tasa de interés.