



◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 14 de diciembre de 2017

El 14 de diciembre 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*

– noviembre de 2017 y en el anexo estadístico¹.

1. Contexto macroeconómico

1. En el contexto externo, no se presentaron cambios frente a lo presentado en el informe anterior: los países avanzados continúan impulsando la recuperación de la economía global, en particular con indicadores más favorables que lo esperado para las economías de los Estados Unidos y la zona del euro.
2. La Reserva Federal de los Estados Unidos incrementó su tasa de referencia en 25 puntos básicos en su reunión de diciembre, tal como se esperaba.

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

3. En las últimas semanas el precio del petróleo se ha mantenido relativamente alto. Esto tras las mejores perspectivas de la demanda global y la extensión del acuerdo de la OPEP hasta mediados de 2018.
4. Las tasas de cambio en la región han estado relativamente estables en las últimas semanas. Hasta el momento, la decisión de S&P de reducir la calificación crediticia de Colombia ha tenido efectos moderados sobre las medidas de riesgo del país, el precio de los TES y la cotización del peso frente al dólar.
5. La información del déficit de cuenta corriente a septiembre de 2017 muestra que el desbalance externo continúa corrigiéndose con respecto a lo observado en el mismo período del año pasado. Lo anterior sigue siendo resultado del mejor desempeño de los ingresos externos, en particular de las exportaciones de bienes favorecidas por los mejores términos de intercambio, y en menor medida, por un mejor comportamiento de las cantidades exportadas netas.
6. Dada la información observada al tercer trimestre, el crecimiento del PIB estimado por el equipo técnico para todo 2017 de 1,6% implicaría una expansión anual de 1,8% en el último trimestre. No obstante, los indicadores disponibles de actividad y de percepción para el cuarto trimestre siguen mostrando un dinamismo bajo de la economía y revelan que varios de los riesgos a la baja en el crecimiento se estarían materializando.
7. En el último mes continuó la desaceleración del crédito, explicada principalmente por la moderación del endeudamiento de los hogares, en particular en la modalidad de consumo. El crédito comercial también se desaceleró en noviembre y registró un crecimiento de 5,1% anual.
8. En noviembre la inflación anual al consumidor aumentó por cuarto mes consecutivo y se situó en 4,12%, por encima de lo esperado por el equipo técnico y por el mercado. Esto se explica principalmente por el repunte en el ajuste anual de alimentos perecederos, transables y, en menor magnitud, el de no transables. La inflación básica interrumpió la tendencia descendente que traía y se situó en 4,54% en el último mes.
9. Las expectativas de inflación para diciembre de 2017 provenientes de la encuesta mensual a analistas financieros aumentaron y se situaron en 4,01%. Las expectativas de inflación calculadas a partir de los títulos de deuda pública a dos y tres años, tuvieron algunos aumentos frente al mes anterior y se mantienen por encima de 3%.

En síntesis, para diciembre de 2017 se espera que la inflación finalice cercana al 4%, y que disminuya en el primer trimestre del siguiente año, en parte como consecuencia de la reversión de los choques transitorios que la han alejado de la meta. Esto en un entorno de actividad económica que continúa siendo 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 decidieron por unanimidad mantener la tasa de intervención sin cambios en 4,75%. Para esa decisión tuvieron en cuenta que en el mes de noviembre la inflación estuvo por encima de la proyección del equipo técnico del Banco de la República, que el promedio de los indicadores de la inflación básica dejó de caer, que las proyecciones de inflación siguen mostrando una reducción hacia el primer trimestre del año 2018, y que se espera que

la tendencia se consolide. Aunque el dato de inflación de noviembre no fue bueno hay una alta probabilidad de que al final del 2017 la inflación esté cerca al 4,0%, o incluso ligeramente por debajo.

También se refirieron a la debilidad de la demanda, la cual se refleja tanto en los datos del PIB del tercer trimestre como en las encuestas de industria, comercio y consumo disponibles para el tercer trimestre. En el frente externo se resaltó el buen desempeño de las exportaciones totales,


jalonadas por petróleo y carbón, así como por las exportaciones no tradicionales.

Los directores estuvieron de acuerdo en que el espacio para reducir la tasa de intervención se ha reducido. Por esa razón, consideraron oportuno esperar para tener más información sobre el comportamiento de la inflación, el producto y la tasa de cambio antes de hacer un recorte de la tasa de intervención.

Sobre la reducción del grado de calificación que anunció S&P, la Junta ob-

servó que el mercado no ha tenido una reacción significativa que altere de manera relevante las proyecciones de inflación y del producto.

3. Decisión de política

La Junta por unanimidad decidió mantener inalterada la tasa de interés de intervención en 4,75%. 

Minutas publicadas en Bogotá D. C., el 28 de diciembre de 2017.



a n e x o s

Anexo 1

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. La nueva información sobre contexto externo muestra pocos cambios con respecto a lo presentado el mes anterior. La economía global habría continuado su recuperación, impulsada principalmente por las economías avanzadas.
2. El mercado laboral estadounidense continúa registrando crecimientos del empleo y descensos de la tasa de desempleo. Sin embargo, esta situación sigue sin traducirse en presiones relevantes sobre los salarios.
3. La Reserva Federal de los Estados Unidos incrementó su tasa de interés de política en 25 pb al rango entre 1,25% – 1,50% en su reunión de diciembre, tal como se anticipaba.
4. En la zona del euro, la confianza de los consumidores y los empresarios a noviembre continúa en niveles altos.
5. La inflación continúa siendo baja en las economías avanzadas, no obstante, algunos aumentos recientes. Esto a pesar de la dinámica positiva del producto y del mercado laboral.
6. En cuanto al petróleo, en las últimas semanas su precio para la referencia Brent se mantuvo relativamente alto frente a lo esperado en informes anteriores, alrededor de USD 63/b. Las mejores perspectivas de la demanda global y la extensión del acuerdo de la OPEP hasta mediados de 2018 explican este desempeño.
7. En América Latina, las cifras disponibles de actividad económica muestran alguna recuperación en todos los países monitoreados.
8. Así las cosas, las monedas latinoamericanas se han mantenido estables en las últimas semanas. La reducción de la calificación crediticia de Colombia por parte de Standard and Poor's (S&P) del día lunes 11 de diciembre estuvo acompañada de una depreciación del peso de 0,3% con respecto al cierre del 7 de diciembre.
9. En noviembre se continuaron observando importantes entradas de capitales a las economías emergentes. En cuanto a América Latina, en ese mismo mes, se observaron entradas en renta fija y salidas en renta variable. En Colombia, según la balanza cambiaria, durante noviembre el país recibió USD 415 m por concepto de flujos de portafolio, siendo el tercer monto mensual más alto del año tras marzo y abril. Para el bimestre octubre-noviembre entraron USD 447 m por este concepto.
10. Los CDS en la región se mantuvieron estables y en niveles bajos durante las últimas semanas.

Balanza de pagos

11. Entre enero y septiembre de 2017, la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 8.363 m (3,7% del PIB) (Cuadro 1), inferior al de un año atrás cuando se ubicó en USD 9.677 m (4,8% del PIB). Es de anotar que el valor del déficit corriente para el tercer trimestre (USD 2.589 m, 3,4% del PIB) fue mayor al estimado y presentado en el último informe trimestral (USD 2.239 m, 2,9% del PIB).
12. Los datos publicados a septiembre de balanza de pagos indican una revisión a la baja del déficit corriente en el primer semestre del año por cerca de USD 345 m. Esto compensó el error de pronóstico del tercer

Cuadro 1
Balanza de pagos
(millones de dólares)

	Enero - Septiembre	
	2016	2017
Cuenta corriente (A + B + C + D)	(9.677)	(8.363)
Porcentaje del PIB	(4,8)	(3,7)
A. Bienes	(7.510)	(4.819)
Exportaciones	24.309	28.237
Importaciones	31.819	33.056
B. Servicios no factoriales	(2.591)	(2.874)
Exportaciones	5.660	6.140
Importaciones	8.251	9.014
C. Renta de los factores	(3.742)	(5.391)
D. Transferencias	4.166	4.721
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(10.261)	(7.644)
A. Inversión directa (ii-i)	(7.931)	(7.354)
i. Extranjera en Colombia (IED)	10.532	10.202
ii. Colombiana en el exterior	2.601	2.848
B. Inversión de cartera	(2.501)	(2.330)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	143	1.668
D. Activos de reserva	29	373
Errores y Ombiones (EyO)	(584)	719

Fuente: Banco de la República.

trimestre, de forma tal que el déficit corriente del país para lo acumulado a septiembre (3,7% del PIB) está en línea con el estimado en el pasado informe trimestral. Dado lo anterior, y con la escasa información disponible para el cuarto trimestre, el equipo técnico mantuvo inalterado el pronóstico del déficit corriente para todo el 2017 (3,7% entre 3,4% y 4,0%).

13. El menor déficit corriente en lo corrido del año se explica por el crecimiento de los ingresos (USD 5.418 m), en especial por el aumento de las exportaciones de bienes. Lo anterior más que compensó el incremento de los egresos (USD 4.104 m), debido

a las mayores salidas por utilidades de las empresas del sector minero-energético con inversión extranjera directa (IED), al crecimiento de las importaciones de bienes y servicios y al mayor pago de intereses de la deuda externa.

14. En particular, la reducción del déficit corriente (USD 1.314 m) estuvo explicada principalmente por el menor déficit comercial de bienes (USD 2.691 m), el cual más que compensó el incremento de los egresos netos por renta factorial (USD 1.649 m) y el aumento en el déficit de servicios (USD 283 m). El incremento de las transferencias corrientes

(USD 555 m) también aportó al descenso del déficit externo.

15. Para lo corrido de 2017 a septiembre, las entradas de capital extranjero totalizaron USD 14.966 m, en tanto que las salidas de capital para adquirir activos en el exterior fueron de USD 6.835 m. Del total de entradas, la IED fue la principal fuente de financiación al representar el 68%. La compra de TES por parte de inversionistas extranjeros y la colocación de títulos en los mercados internacionales por parte del Gobierno y otras entidades del sector público aportó el 34%; en tanto que se registraron amortizaciones netas por concepto de préstamos y otros flujos (Cuadro 1).
16. En comparación con lo observado un año atrás, la cuenta financiera de la balanza de pagos a septiembre de 2017 registró menores flujos netos de capital por USD 2.616 m. Esto debido en gran medida a la menor compra de TES por parte de extranjeros, y a las amortizaciones de préstamos realizadas por entidades del sector público, lo que contrasta con los desembolsos netos recibidos un año atrás.

Exportaciones de bienes

17. En octubre, el valor en dólares de las exportaciones

totales registró un crecimiento anual de 15,1%, explicado por aumentos en los tres grupos de bienes, especialmente por las ventas externas de los bienes de origen minero (Cuadro 2). Se destaca la contribución del carbón y del petróleo, con incrementos importantes en el precio de ambos productos (aunque para el segundo se registró una disminución en cantidades).

18. Las ventas externas del grupo Resto de exporta-

ciones² siguen exhibiendo buenos niveles, cercanos al máximo de los últimos dos años (quitando el nivel particular de agosto de 2016, donde se presentó un rebote posterior al paro camionero), presentando una variación anual de 7,0% en octubre.

² Excluye petróleo y sus derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano y flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. Las exportaciones de manufacturas representaron en octubre el 96,6% de este grupo.

19. Por su parte, el grupo agrícola creció soportado principalmente por el banano³ y el café.

20. La variación año corrido de las exportaciones totales supera la variación mensual, ubicándose en 19,2%, también explicada por un aumento en las ventas externas de los tres grupos de bienes, en

³ El 82,6% del valor registrado de las exportaciones de banano corresponde a declaraciones hechas en octubre, pero embarcadas en meses anteriores.

Cuadro 2
Comportamiento de las exportaciones en dólares
(porcentaje)

Octubre 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	15,1			
Bienes de origen agrícola	16,0	Banano	63,9	0,9
	[1,8]	Café	11,4	0,8
Bienes de origen minero	19,5	Carbón	45,1	6,3
	[11,1]	Petróleo crudo	20,3	5,8
Resto de exportaciones ^{a/}	7,0	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	30,7	1,6
	[2,2]	Minerales no metálicos y metales básicos	19,4	0,5
Acumulado Enero-Octubre de 2017				
Total exportaciones	19,2			
Bienes de origen agrícola	13,7	Café	19,3	1,4
	[2,0]	Flores	7,0	0,3
Bienes de origen minero	28,5	Carbón	53,9	7,9
	[15,2]	Petróleo crudo	20,6	5,6
Resto de exportaciones	6,2	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	17,8	1,1
	[2,0]	Minerales no metálicos y metales básicos	24,8	0,6

a/ Se registraron importantes crecimientos anuales de las ventas externas de este grupo de bienes hacia Ecuador, la Unión Europea y los Estados Unidos (16,5%, 43,0% y 5,6% respectivamente), mientras que hacia México y Venezuela hubo contracciones de 9,6% y 15,9%, en su orden.

Fuente: DANE.

- especial en los bienes de origen minero (28,5%).
21. La variación anual año corrido del grupo resto de exportaciones (6,2%) se mantuvo en terreno positivo por quinto mes consecutivo, luego de más de tres años de cifras negativas (desde enero de 2014 hasta mayo de 2017, exceptuando enero del presente año).
 22. Para el acumulado del año, el valor de las exportaciones crece como consecuencia de mejoras en los precios, con un importante aumento anual de 14,2%, mientras que el índice de cantidades apenas crece 0,8%. La mejora en los precios se da en los tres grupos de bienes, destacándose en los bienes de origen minero, con una variación de 21,7% anual.
 23. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en octubre las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un incremento anual de 8,0%. Siguiendo esta misma fuente, se encuentra una aproximación de la variación del grupo resto de exportaciones igual a 17,0%.

Importaciones de bienes

24. El valor de las importaciones para octubre no ha sido publicado por el DANE. El Cuadro 3 muestra los datos a sep-

- tiembre donde el valor en dólares de las importaciones CIF registró una caída anual de 5,6%, manifestando el pobre desempeño en las compras externas de los tres grupos de bienes. La caída más importante se registró en los bienes de capital, donde la mayoría de sus rubros se contrajo, siendo el descenso de las importaciones de aeronaves⁴ el más relevante.
25. De acuerdo al avance de comercio exterior de la DIAN, en octubre las importaciones CIF registraron un crecimiento anual de 9,4%. Para noviembre el avance muestra una caída anual de 4,1%, en parte explicada por la alta base de comparación del año anterior.

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

26. La información para el cuarto trimestre de 2017 es aún escasa para revisar el pronóstico de la actividad económica. No obstante, las tendencias observadas recientemente de los indicadores

disponibles, junto con aquellos presentados en el anterior informe mensual, siguen apuntando a un crecimiento en el cuarto trimestre que sería inferior al observado en el tercero (2,0%) pero superior al de la primera mitad del año (1,3%).

27. El menor crecimiento obedecería en parte a una base de comparación relativamente alta en igual período de 2016 (por el fin del paro camionero, la feria del automóvil, entre otros).
28. Los pocos indicadores coyunturales del cuarto trimestre apoyan lo anterior. Con cifras a noviembre, el número de matrículas de vehículos registradas se contrajo 5,7% frente al mismo mes del año pasado. Si bien al controlar por estacionalidad se observaron incrementos frente a los niveles de mediados de año, el componente tendencial de la serie continúa mostrando una pendiente decreciente. Esto es igualmente cierto cuando se analizan las matrículas para el segmento de vehículos de uso particular (-9,1%) como para los de uso comercial (-2,0%).
29. Adicionalmente, el balance de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República de octubre, una vez se corrigen por

⁴ Según capítulos de arancel de aduanas, la importación de bienes de navegación aérea o espacial (asociados a aeronaves) cayó anualmente 42,4%, aportando -2,1 puntos porcentuales al descenso del grupo y del total de las importaciones. Este capítulo se incluye en el rubro de equipo rodante de transporte presente en el Cuadro 3.

Cuadro 3
Comportamiento de las importaciones en dólares
(porcentaje)

Septiembre 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	(5,6)			
Bienes de capital	(10,0) [(3,1)]	Equipo rodante de transporte	(44,3)	(2,8)
		Bienes de capital para la industria	1,1	0,2
		Máquinas y aparatos de oficina	(12,3)	(0,6)
Materias primas	(3,9) [(1,7)]	Alimentos para animales (para agricultura)	(36,5)	(0,8)
		Productos químicos y farmacéuticos (para industria)	(5,0)	(0,7)
Bienes de consumo	(2,9) [(0,7)]	Bienes de consumo no duradero	(2,4)	(0,3)
		Productos farmacéuticos y de tocador	(9,8)	(0,4)
		Bienes de consumo duradero	(3,5)	(0,4)
		Objetos de adorno uso personal y otros	(9,4)	(0,2)
Acumulado Enero-Septiembre de 2017				
Total importaciones	4,4			
Bienes de capital	7,4 [2,2]	Equipo rodante de transporte	27,8	0,9
		Bienes de capital para la industria	3,5	0,7
		Otro equipo fijo para la industria	12,2	0,7
Materias primas	3,7 [1,7]	Productos mineros	10,6	0,9
		Productos químicos y farmacéuticos	3,2	0,5
Bienes de consumo	1,8 [0,4]	Bienes de consumo no duradero	0,8	0,1
		Vestuario y otras confecciones textiles	16,3	0,2
		Bienes de consumo duradero	3,1	0,3
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	7,8	0,2

Fuente: DANE.

efectos estacionales, sugiere una dinámica del consumo privado débil durante dicho mes.

30. Respecto al mercado laboral, este ha continuado deteriorándose lentamente, a pesar de que las series desestacionalizadas con corte a octubre muestran pocos cambios marginales en la tasa de desempleo (TD) a nivel nacional y de las trece áreas metropolitanas más importantes.

Esta última mantiene su tendencia creciente, que completa más de un año. En línea con lo anterior, las cifras desestacionalizadas a octubre muestran que en el total nacional la ocupación presenta descensos en el margen y en las trece áreas prácticamente no crece. A pesar de ello, para este último dominio geográfico las cifras a octubre indican que, tanto en términos anua-

les como en el margen, el empleo asalariado crece y el no asalariado cae.

31. En noviembre el crecimiento del crédito a los hogares continuó desacelerándose, jalonado principalmente por el comportamiento del crédito de consumo. Adicionalmente, la transmisión de las reducciones de la tasa de intervención hacia las tasas de colocación para los hogares sigue siendo baja

- en comparación con la de las tasas para crédito comercial.
32. Con respecto a la formación bruta de capital, en octubre la serie desestacionalizada del balance de expectativas de inversión de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) sugiere un pobre desempeño de la inversión distinta de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles.
 33. Además, de acuerdo con la información a noviembre del boletín de comercio exterior de la DIAN, la dinámica reciente de las importaciones de bienes de capital (llevadas a pesos constantes) permite prever que el crecimiento de este renglón de la inversión se desaceleraría frente a lo observado en el tercer trimestre del año. No obstante, esto sería resultado de una menor dinámica del rubro de equipo de transporte, más que del de maquinaria y equipo.
 34. Por el lado de la oferta, los pocos indicadores disponibles muestran comportamientos mixtos y reflejan un crecimiento de la economía colombiana por debajo de su potencial.
 35. En octubre, de acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo los indicadores de pedidos y de existencias de la industria mostraron un leve aumento frente al mes anterior. Los componentes tendenciales sugieren que el debilitamiento sectorial continuaría. Por su parte, el indicador de expectativas de producción mostró un leve retroceso. Todo lo anterior llevó a que el Índice de Confianza Industrial (ICI) retrocediera en octubre.
 36. Respecto a los comerciantes, la misma fuente con datos a octubre reportó un aumento en el balance de la percepción de la situación actual. No obstante, las perspectivas futuras del negocio se mantuvieron inalteradas y en niveles mediocres.
 37. En noviembre la producción de café fue de 1,3 millones de sacos, lo que implicó una contracción anual de 21,4%. En lo corrido del año, la producción muestra un retroceso de 2,1%.
- ### III. Comportamiento de la inflación y precios
38. La inflación anual al consumidor en noviembre fue 4,12%, superando en 7 puntos base (pb) el dato de octubre (Cuadro 4). Este aumento es el cuarto consecutivo observado desde que alcanzó un mínimo reciente en julio de este año (3,40%).
 39. La inflación año corrido a noviembre (3,69%) fue menor a la observada para igual período del año pasado (5,31%).
 40. La variación mensual en noviembre de 0,18% fue mayor al 0,11% de noviembre de 2016 y superó el pronóstico de la inflación mensual del mercado (0,11%) y del equipo técnico del Banco.
 41. En el último mes el aumento de la inflación anual lo explicó principalmente el repunte en el ajuste anual de alimentos percederos y de transables y, en menor magnitud, en el de no transables. En contraste, los cambios en el IPC de regulados, alimentos procesados y comidas fuera del hogar presionaron la inflación anual a la baja.
 42. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, interrumpió, por primera vez, la tendencia descendente que traía desde agosto de 2016, al situarse en 4,54%, siendo 4 pb superior al dato del mes anterior.
 43. El comportamiento de los indicadores de inflación básica fue mixto en noviembre: disminuyeron el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (de 4,13% en octubre a 4,09% en noviembre) y el IPC núcleo 20, el de mayor nivel (de 4,73%

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

Descripción	Ponderación	dic-16	ago-17	sep-17	oct-17	nov-17	Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración del año corrido
Total	100,00	5,75	3,87	3,97	4,05	4,12	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	5,14	4,81	4,71	4,70	4,80	97,91	15,68
Transables	26,00	5,31	3,75	3,41	3,38	3,64	82,57	24,20
No transables	30,52	4,85	5,23	5,21	5,23	5,27	21,44	(7,33)
Regulados	15,26	5,44	5,57	5,68	5,61	5,58	(6,10)	(1,19)
Alimentos	28,21	7,22	1,69	2,22	2,51	2,52	2,09	84,32
Perecederos	3,88	(6,63)	(6,81)	(0,32)	3,20	5,89	157,21	(35,24)
Procesados	16,26	10,74	1,71	0,84	0,52	(0,15)	(151,34)	105,18
Comidas fuera del hogar	8,07	8,54	6,30	6,01	5,78	5,75	(3,13)	14,38
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		5,14	4,81	4,71	4,70	4,80		
Núcleo 20		6,18	5,00	4,87	4,73	4,69		
IPC sin perecederos, ni comb. ni servicios públicos		6,03	4,56	4,31	4,13	4,09		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,05	4,59	4,44	4,44	4,57		
Promedio indicadores inflación básica		5,60	4,74	4,58	4,50	4,54		

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

a 4,69%); el IPC sin alimentos ni regulados (de 4,44% a 4,57%) fue el que más aumentó, seguido por el IPC sin alimentos (de 4,70% a 4,80%).

44. Dentro del IPC sin alimentos, la variación anual de la subcanasta de transables sin alimentos ni regulados aumentó de 3,38% en octubre a 3,64% en noviembre, por encima de lo previsto. Este incremento es el primero que se registra en este segmento del IPC desde comienzos de año,

cuando el aumento del IVA afectó con mayor intensidad el componente transable del IPC. En esta oportunidad, el repunte en la variación anual se concentró en vehículos y pasajes aéreos, el cual obedeció tanto a aumentos, mayores a los previstos, en el nivel de sus precios durante el mes, como a una base de comparación estadística baja. En vehículos, en noviembre del año pasado el salón del automóvil contuvo aumentos, algo

que este mes no sucedió (0,49%). Por su parte, la reciente huelga en el transporte aéreo, hizo aumentar los pasajes aéreos en noviembre de este año en 1,09% mensual cuando en igual mes de 2016 se había presentado un descenso significativo.

45. La variación anual de los no transables también aumentó (de 5,23% en octubre a 5,27% en noviembre). Dicha alza la lideró el repunte en el subgrupo de arriendos (que

- pasó de 4,22% en octubre a 4,30% en noviembre). Este incremento no fue anticipado, pero se espera que no marque la tendencia dada la debilidad de la demanda y la abundante oferta de bienes inmuebles para vender y arrendar.
46. Dentro del IPC de no transables, la variación anual del subgrupo de ítems más indexados se mantuvo sin cambios de importancia (6,95%), mientras que las de la subcanasta de precios más afectados por el tipo de cambio (6,57%) y la del resto de ítems (que incluye boletas de fútbol) (5,27%) disminuyeron. Cabe advertir que para el IPC de esta última subcanasta se espera una significativa alza en diciembre, que debería revertirse a comienzos de 2018, por cuenta de los equipos capitalinos que clasificaron a la final del fútbol colombiano.
47. La variación anual de regulados cayó en noviembre (5,58%) con respecto a octubre (5,61%). Esta caída se concentró en los segmentos de combustibles (que pasó de 9,83% a 8,28%) y transporte (de 4,35% a 4,32%). Por el contrario, la variación anual de servicios públicos aumentó (de 5,39% a 5,82%), en parte debido al incremento en las tarifas de gas en Bogotá.
48. Los servicios públicos podrían ejercer una presión alcista en los primeros meses del próximo año, dado el anuncio de la Alcaldía de Bogotá sobre incrementos en las tarifas de aseo. Asimismo, en el caso de transporte, a partir de diciembre se efectuó un reajuste de 100 pesos en el pasaje de buses, busetas y colectivos (SITP provisional) en Bogotá que también ejercería algunas presiones al alza sobre el IPC, a lo que debe sumarse, a partir del próximo año, la implementación de la nueva plataforma tecnológica de cobro para el servicio de taxi en Bogotá (se estima un aumento cercano al 7,0%).
49. Respecto a la inflación anual de alimentos, en noviembre se mantuvo relativamente estable (2,52%), luego de tres aumentos consecutivos. Aun así, este resultado superó las previsiones del equipo técnico. Al interior del grupo, los alimentos perecederos ejercieron presiones al alza (sobre todo por alzas en el precio de la papa y algunas hortalizas), que fueron compensadas por descensos en los precios de alimentos procesados (gracias a que han continuado las fuertes caídas en los precios del arroz, azúcar y aceites, entre otros) y, en menor medida, por comidas fuera del hogar.
50. Como se mencionó en el anterior informe, el aumento en meses anteriores de la inflación anual de alimentos estuvo asociado con una base de comparación baja en igual período del año pasado, cuando los precios se contrajeron una vez se superó el choque alcista de El Niño y el paro camionero. En este sentido, el repunte observado no está asociado con una menor oferta agropecuaria, la cual se mantiene holgada, a juzgar por el alto crecimiento del PIB agropecuario (en el tercer trimestre superó el 7,0%) y por el alto nivel de abastecimiento de alimentos en los últimos meses, incluyendo noviembre.
51. Los recientes informes de las agencias meteorológicas internacionales señalan la presencia de un evento La Niña en los próximos meses (que sería de intensidad débil y de corta duración). Los hechos estilizados en el pasado muestran que precipitaciones por encima del promedio nacional favorece mayores rendimientos en las actividades agropecuarias en general.
52. Los aumentos de los costos no laborales, aproximados por el IPP, se moderaron en noviembre, luego de cuatro meses

- consecutivos ascendiendo. La inflación anual del IPP total oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), pasó de 1,38% en octubre a 1,31% en noviembre. Esta caída en la inflación anual al productor se explica por el componente importado, el cual retrocedió de 0,85% a -0,62%. Por el contrario, el cambio anual en el IPP local aumentó de 1,61% a 2,16%.
53. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de diciembre), las expectativas de inflación al cierre de este año aumentaron de la encuesta de noviembre (3,95%) a la de diciembre (4,01%). Por el contrario, se contrajeron las expectativas a doce meses (de 3,54% a 3,46%) y a veinticuatro meses (de 3,37% a 3,27%).
54. La inflación implícita en los títulos de deuda pública (*break-even inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR para lo corrido de diciembre (hasta el 12) se ubica en 3,45%, 3,45%, 3,47% y 3,61% para dos, tres, cinco y diez años, respectivamente. Frente al promedio de noviembre, el BEI varió 22 pb, 15 pb, 7 pb y 2 pb para estos mismos horizontes, respectivamente.
55. Utilizando la curva *forward break-even inflation* (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2017 es de 3,98%, inferior al 4,05% estimado en noviembre (esta 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 3,47%, 3,49% y 3,53%, respectivamente.

◆ Comunicados de prensa

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

7 de diciembre de 2017

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

Durante el mismo mes, el Banco no efectuó compras ni ventas definitivas de TES B.

Al finalizar noviembre, el saldo de dichos títulos en poder del Banco era \$12.933,0 miles de millones (valor a precios de mercado). En diciembre del 2017 hay vencimientos de TES en poder del Banco por \$36,0 miles de millones.

El portafolio del Banco (expresado en valores nominales) se compone de TES denominados en pesos (COP 11.160,8 miles de millones) y TES denominados en UVR (UVR3,1 miles de millones).

Banco de la República mantiene la tasa de interés de intervención en 4,75%

14 de diciembre de 2017

En su sesión de hoy la Junta Directiva decidió mantener la tasa de interés de intervención en 4,75%. En esta decisión, la Junta tomó en consideración principalmente los siguientes aspectos:

- En noviembre la inflación se incrementó más de lo esperado y se situó en 4,12%. Excepto el grupo de regulados, todos los grandes componentes del IPC registra-

ron variaciones anuales algo mayores que las proyectadas. El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica dejó de caer y se situó en 4,54%.

- Las expectativas de inflación registraron cambios leves. Las de los analistas para diciembre de 2017 y 2018 se sitúan en promedio en 4,01% y 3,46%, respectivamente. Aquellas derivadas de los papeles de deuda pública se mantienen por encima del 3%.
- Los efectos directos de los fuertes choques transitorios de oferta que desviaron la inflación anual de la meta se diluyeron. Se espera que los efectos de la indexación de precios y del aumento de los impuestos indirectos de comienzos del año se reduzcan y que, con ello, la inflación y las medidas de inflación básica converjan a la meta.
- La cuenta corriente ha seguido su ajuste gradual y ordenado. Para el tercer trimestre, el déficit de cuenta corriente fue de 3,4% del PIB.
- La demanda externa se sigue recuperando, jalonada principalmente por las economías desarrolladas. Los precios del petróleo mantienen niveles superiores a los promedios registrados en los últimos dos años. Si esta tendencia se mantiene, los términos de intercambio seguirían mejorando, y junto con la mayor dinámica esperada de la demanda externa, continuarían favoreciendo la recuperación de los ingresos externos del país.
- En los Estados Unidos, la Reserva Federal incrementó su tasa de interés de política. En Colombia, una de las agencias calificadoras de riesgo redujo la calificación crediticia de la deuda soberana. Ninguna de estas decisiones ha tenido efectos significativos sobre las medidas de riesgo del país, las tasas de interés de los TES y la tasa de cambio.
- La actividad económica del país sigue débil y las nuevas cifras confirman la persistencia de un crecimiento económico por debajo del potencial, por lo cual se espera

que la subutilización de la capacidad instalada de la economía se siga ampliando.

La Junta señaló que el balance de riesgos es similar al considerado en la reunión anterior y destacó que, con las reducciones realizadas en los meses anteriores, se ha disminuido el espacio para continuar bajando la tasa de intervención. En consecuencia, consideró conveniente esperar nueva información y mantener inalterada su tasa de interés de intervención de referencia en 4,75%.

La decisión de mantener la tasa de interés en 4,75% fue por unanimidad.

José Antonio Ocampo, designado ‘consejero sénior’ del Global Deal

*15 de diciembre de
2017*

El codirector del Banco de la República José Antonio Ocampo fue designado como uno de los siete ‘consejeros sénior’ del Global Deal, una iniciativa del Gobierno de Suecia y la Organización Internacional del Trabajo (OIT) que promueve el diálogo social para lograr empleos de calidad y avances en la inclusión a nivel mundial.

Ocampo, destacado economista colombiano y profesor de las más prestigiosas universidades de Estados Unidos, es miembro de la junta directiva del Banco de la República desde mayo del presente año.

El codirector del Banco de la República comparte esta labor de ‘consejero sénior’ del Global Deal con pares de otras nacionalidades, reconocidos por su liderazgo y experiencia en sectores públicos y privados de sus respectivos países, así como por sus aportes definitivos a centros de pensamiento económico y social. En esta reciente designación, el doctor Ocampo tendrá la misión de brindar asesoría estratégica y participar en la elaboración de un informe mundial.

En este grupo se destacan Oliver Blanchard, execonomista jefe del Fondo Monetario Internacional (FMI); Jason Furman, quien se desempeñó como presidente del Comité de Asesores Económicos del presidente Barack Obama; Sharan Burrow, secretaria general de la Confederación Sindical Internacional (CSI), entre otros.

- Mayor información sobre el Global Deal y el grupo de consejeros (solo disponible en inglés).
- Resumen del *Global Money Deal - Pacto mundial juntos por el trabajo decente y el crecimiento inclusivo*.