



◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 30 de septiembre de 2016

El 30 de septiembre de 2016 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, José Darío Uribe Escobar, y los directores, Carlos Gustavo Cano Sanz, Ana Fernanda Maignashca Olano, Adolfo Meisel Roca, César Vallejo Mejía y Juan Pablo Zárate Perdomo.

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

Un mayor detalle de la situación macroeconómica elaborada por el equipo técnico del Banco de la República se presentará en el *Informe de política monetaria*

del mes de agosto y en el anexo estadístico¹.

1. Contexto macroeconómico

1. En agosto la inflación anual al consumidor se situó en 8,10% anual, cifra inferior a la registrada en julio (8,97%) y por debajo de las proyecciones del Banco y del mercado. El comportamiento de los precios de los alimentos explicó la mayor parte de la desaceleración de la inflación, y dentro de estos, el del grupo de los perecederos. Los transables (sin alimentos ni regulados) y los regulados también contribuyeron a la reducción de la inflación.
2. El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por

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

- el Banco se redujo levemente (pasó de 6,61% en julio a 6,56% en agosto).
3. Los datos del Sipsa (DANE) sugieren que en septiembre los precios de los alimentos continúan cayendo. Según la misma fuente, el abastecimiento de alimentos en las centrales de abasto sigue alta.
 4. La variación anual del IPP tuvo una disminución significativa (de 8,38% en julio a 4,89% en agosto). Esto sugiere que las presiones de costos no laborales siguen reduciéndose.
 5. En septiembre las expectativas de inflación disminuyeron pero se mantienen por encima de la meta. Estas reducciones fueron leves en el caso de las obtenidas de la encuesta mensual a analistas económicos del Banco a uno y dos años (20 pb y 11 pb, ubicándose en 4,35% y 3,61% respectivamente). Las calculadas a partir de los títulos de deuda pública a dos, tres y cinco años (3,57%, 3,45% y 3,37%) registraron descensos más pronunciados en lo corrido de septiembre al 28 (78, 62 y 43 pb).
 6. Los datos disponibles sobre la actividad económica para el tercer trimestre son escasos y en buena parte están afectados por el paro camionero registrado entre junio y julio. En general, las cifras de ventas del comercio, la producción industrial y de cemento tuvieron retrocesos en julio. De igual forma, el mercado laboral mostró algún deterioro.
 7. Para el mes de agosto algunos indicadores económicos sugieren mejoras, como lo son la demanda de energía (no regulada), la percepción de la industria y del comercio y el índice de confianza del consumidor. Por el contrario, la producción de café y de petróleo continuó cayendo.
 8. Así, dada la desaceleración que ha venido registrando la economía colombiana y los efectos negativos del paro camionero (que en algunos sectores no serían compensados totalmente en los meses siguientes), es probable que el crecimiento económico del tercer trimestre sea menor al del segundo.
 9. Por otro lado, según las cifras de balanza de pagos para el primer semestre del año el déficit en la cuenta corriente relativo al PIB fue 4,8%, 1,5 puntos porcentuales menos que el observado en igual período de 2015. La reducción del déficit externo se explicó por los menores egresos netos por renta de factores y por servicios, y en menor medida, por el menor déficit en la balanza de bienes y los mayores ingresos por transferencias. Esto es coherente con la desaceleración de la demanda interna, el encarecimiento de las importaciones por cuenta del efecto acumulado de la depreciación del peso y las menores utilidades de las empresas con IED, en particular de las del sector minero-energético. Con corte a julio, la información del DANE de comercio exterior apunta a que se seguiría corrigiendo el déficit comercial.
 10. En julio los términos de intercambio (metodología comercio exterior) se situaron cerca al promedio del 2015. El comportamiento reciente de los precios internacionales del petróleo y de los principales bienes básicos que importa Colombia sugiere que la tendencia de recuperación continúa.
 11. En cuanto al contexto externo, en los Estados Unidos la Reserva Federal dejó inalterada la tasa de interés en un entorno de desempeño relativamente bueno del mercado laboral, pero de bajo crecimiento de las ventas y de la producción industrial.
 12. En la zona del euro se observó una mejoría en el desempeño de algunos indicadores reales, mientras que en China

los datos sugieren que su economía sigue desacelerándose lentamente. En América Latina las cifras disponibles de PIB del segundo trimestre son inferiores a las reportadas para el primero (a excepción de México y Brasil) y muestran contracciones para las economías de Argentina y Brasil. En Ecuador el dato del primer trimestre presenta una profundización de la recesión.

13. En las últimas semanas los mercados financieros internacionales mantuvieron una baja volatilidad. Las primas de riesgo y las monedas de la mayoría de los países latinoamericanos, permanecieron relativamente estables. Lo anterior, en un contexto en el cual el mercado le asigna una mayor probabilidad a que la FED incremente su tasa de interés de referencia en diciembre, y que en 2017 se dé al menos otro ajuste.

En síntesis la economía colombiana continúa ajustándose a los fuertes choques registrados desde 2014 y el déficit en la cuenta corriente está disminuyendo gradualmente. Los efectos de los choques transitorios de oferta que han afectado la inflación y sus expectativas han comenzado a revertirse y se espera

que esta tendencia continúe. Lo anterior, junto con las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento, debería conducir la inflación al rango meta en 2017.

2. Discusión y opciones de política

Después de analizar la información más reciente sobre la economía colombiana y sus perspectivas, la Junta optó por mantener inalterada la tasa de intervención. Los datos de crecimiento, inflación, déficit en cuenta corriente y confianza de consumidores y empresarios muestran que el ajuste de la economía al ciclo de precios de los productos básicos sigue siendo ordenado. Este ajuste es consistente con la transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas por la Junta en el último año.

Los pronósticos de crecimiento para 2016 y 2017 son compatibles con la reducción que ha sufrido el ingreso nacional en los últimos dos años y revelan una notoria resiliencia de la economía a los choques externos, en comparación con otras economías emergentes exportadoras de productos básicos. Uno de los miembros señaló la posibilidad de que el PIB potencial sea menor que el que se ha venido estimando para calcular la brecha del producto, como ha ocurrido en otros países.

La inflación anual comenzó a reducirse en agosto, lo que muestra que las medidas de política monetaria han sido efectivas. Así mismo, se observa que a la caída en el precio de los alimentos, de los transables y, aunque en menor medida, de los indicadores de inflación básica, se suma el efecto de la reducción de precios de los alimentos importados, de la revaluación moderada de la tasa de cambio y la terminación del impacto negativo del paro de transportadores sobre el abastecimiento de productos.

El déficit en cuenta corriente ha mostrado un ajuste más rápido que el inicialmente previsto asociado en gran medida a la reducción de las importaciones y a los menores egresos por renta de factores. Este ajuste debe continuar ayudado por la desaceleración de la demanda interna, el comportamiento alcista de los precios del petróleo y los efectos de la devaluación real acumulada.

La inflación y los indicadores de inflación básica continúan siendo altos, y al igual que algunas medidas de expectativas, superan el rango meta. Esto genera incertidumbre sobre el cumplimiento de la meta de 2017 y hace aconsejable y prudente mantener la actual postura de política monetaria.

Uno de los miembros señaló que los datos del último mes muestran que el

balance de riesgos se inclina más hacia la desaceleración del crecimiento que hacia la inflación, y afirmó que, si ese fenómeno se acentúa, habrá que pensar en una reducción de la tasa de intervención.

3. Decisión de política

La Junta Directiva decidió mantener inalterada la tasa de interés de intervención en 7,75%.

La decisión de mantener inalterada la tasa de interés de intervención contó con la aprobación de los siete miembros de la Junta.

*Minutas publicadas
en Bogotá D. C.,
el 30 de septiembre de 2016.*



Anexo 1

Descripción del contexto externo que enfrenta la economía colombiana, la evolución del comercio exterior, el comportamiento de la demanda interna, el producto y el crédito, y el comportamiento de la inflación y las expectativas de inflación

I. Contexto externo, y balanza de pagos

1. Los datos disponibles sugieren que el crecimiento de los socios comerciales del país habría continuado siendo muy modesto, tal vez más de lo que se había previsto en el Informe trimestral anterior.
2. De la misma manera, la Organización Mundial del Comercio espera un menor crecimiento del comercio a nivel mundial para el año 2016 y el 2017, respecto a sus proyecciones de abril.
3. En los Estados Unidos con corte a agosto, la tasa de desempleo se mantuvo en 4,9%; las cifras de creación de empleo permanecen relativamente altas. Sin embargo, las ventas al por menor, la producción industrial y la confianza empresarial no sugieren una aceleración de la actividad económica en ese mes, lo que apunta a un crecimiento para el segundo semestre menor que el contemplado en el Informe trimestral anterior.
4. En agosto la inflación básica se ubicó en 2,3%, mientras que la total se mantiene cercana al 1%, por debajo del objetivo de la Reserva Federal (2%).
5. En este contexto, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por su sigla en inglés) en la sesión de septiembre dejó las tasas de interés inalteradas en el rango de 0,25% a 0,5%. Las tasas de los futuros de los títulos de corto plazo indican que la probabilidad de que la Fed mantenga inalterado el rango de tasas para diciembre es de 48%, mientras que la probabilidad de que lo sitúe en 0,5% a 0,75% es de 48,1%.
6. En cuanto a la zona del euro, el indicador mensual de ventas a julio y el índice de confianza del consumidor a septiembre sugieren un consumo que está ganando dinamismo. Sin embargo, el índice de producción industrial y el PMI manufacturero (con corte a julio y septiembre respectivamente) indican una producción industrial que aún mantiene un crecimiento muy lento. Por su parte, en agosto la inflación anual se mantuvo estable en 0,2%, mientras que la inflación básica se ubicó en 0,8% (julio 0,9%). En este contexto, el Banco Central Europeo mantuvo sus medidas de estímulo monetario.
7. En China sigue dándose el proceso de transición gradual al modelo de crecimiento económico basado en el consumo de los hogares por lo que continúa la moderación en el crecimiento de la inversión. Si bien los datos se encuentran cercanos a las metas de PIB del Gobierno chino, existen temores frente a una desaceleración fuerte y una posible inestabilidad financiera.
8. En América Latina las cifras disponibles de

- PIB del segundo trimestre son inferiores a las reportadas para el primer trimestre, a excepción de México y Brasil. En Ecuador el dato a marzo muestra una profundización de la recesión. Para Venezuela, aunque no hay cifras recientes, se espera que continúe presentando tasas de crecimiento negativas. En relación con la inflación, en Chile y Perú se sostiene la tendencia a la baja.
9. En el mes de septiembre la volatilidad de los mercados financieros se mantuvo baja, al igual que las tasas de interés de los bonos de las economías desarrolladas. Los índices accionarios presentaron leves descensos durante el mes. Para América Latina los *credit default swaps* (CDS) tuvieron algunos incrementos, principalmente los de Brasil y México, mientras que las tasas de cambio permanecieron relativamente estables (excepto en México, que se depreció).
10. En lo corrido de septiembre (hasta el 27) el precio del petróleo permaneció relativamente estable. Los inventarios han disminuido respecto a los niveles observados a principio del año, no obstante se mantienen en niveles altos. Respecto a la oferta, vale la pena mencionar que persisten los cortes en la producción en Libia y Nigeria.
11. Sin embargo, la OPEP en la reunión del 28 de septiembre llegó a un acuerdo preliminar para reducir la producción. Los detalles se concretarían en la reunión de noviembre.
12. Las cotizaciones de otros productos de exportación del país, como el carbón, el café y el níquel, siguen en niveles superiores a los de comienzos de año. En contraste, los alimentos importados como el maíz y el trigo tienen cotizaciones menores a los de los primeros meses de 2016. Con esto, el indicador de términos de intercambio de Colombia, aunque permanece en niveles bajos, habría continuado recuperándose.
- a. Exportaciones e importaciones**
13. En julio el valor en dólares de las exportaciones registró una caída anual de 27,3% debido al descenso generalizado en las ventas externas de todos los grupos de bienes. Los de origen minero (-19,9%) y el grupo resto (-37,3%) fueron los que más aportaron a la reducción. En lo corrido del año las exportaciones han registrado una disminución de 25,9%, a la cual han contribuido principalmente las ventas de bienes de origen minero (-34,9%) (Cuadro 1).
14. En lo corrido del año el índice de precios de las exportaciones totales ha registrado una importante caída (-22,2%), mientras que el índice de cantidades ha disminuido de forma moderada (-5,0%). Esto muestra que el valor de las exportaciones continúa cayendo principalmente como consecuencia de reducciones en los precios, de las cuales la más significativa es la de los bienes de origen minero (-28,4% anual en el acumulado a julio).
15. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en agosto las exportaciones sin petróleo registraron un aumento anual de 18,4% (según esta fuente, en julio habían caído 27,3%).
16. En julio el valor en dólares de las importaciones CIF mostró una disminución anual de 32,5%, debido a reducciones en las compras externas de todos los

Cuadro 1
Comportamiento de las exportaciones en dólares
(porcentaje)

Julio de 2016			
Variación anual	Principales rubros que contribuyeron		
	Rubro	Variación anual del rubro	
Total	(27,3)		
Bienes de origen agrícola	Café	(46,2)	
	Banano	(32,5)	
Bienes de origen minero	Petróleo crudo	(28,0)	
	Carbón	(15,8)	
Resto de exportaciones ^{a/}	Productos químicos	(34,2)	
	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	(38,8)	
Acumulado enero-julio de 2016			
Variación anual	Principales rubros que contribuyeron		
	Rubro	Variación anual del rubro	
Total	(25,9)		
Bienes de origen agrícola	Café	(17,3)	
Bienes de origen minero	Petróleo crudo	(47,7)	
	Carbón	(18,3)	
Resto de exportaciones ^{a/}	Productos químicos	(19,2)	
	Artes gráficas y editorial (papel, cartón y sus productos)	(37,1)	

a/ En este rubro todas las agrupaciones de destinos cayeron, destacándose las reducciones de 38,1% hacia la Aladi sin Venezuela ni Ecuador, de 18,2% hacia los Estados Unidos y de 42,5% hacia el resto del mundo (sin EE. UU., Aladi, Unión Europea y Asia). Fuente: DANE.

- grupos de bienes, siendo la más importante la de bienes de capital (-40,0%). En lo corrido del año las importaciones han caído 22,7% (Cuadro 2).
17. En el período enero-julio el índice de precios de las importaciones totales ha registrado una caída de 14,2%, mientras que el índice de cantidades ha disminuido 9,9%. Lo anterior indicaría que las importaciones caen por un efecto conjunto de reducciones en precios y cantidades.
18. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en agosto las importaciones CIF registraron una caída anual de 5,6%.
19. Por otra parte, el déficit en la cuenta corriente del primer semestre de 2016 se ubicó en USD 6.284 millones (m), inferior en USD 3.233 m al de un año atrás. Como proporción del PIB, el déficit fue de 4,8%, inferior al 6,3%
- observado en la primera mitad de 2015. La reducción del déficit se explica por el menor balance deficitario de renta de los factores (USD 1,531 m) y comercio exterior de servicios (USD 814 m). A dicha caída también contribuyeron el menor déficit comercial de bienes (USD 506 m) y los mayores ingresos por transferencias (USD 383 m).
20. Respecto a la cuenta financiera, durante el

Cuadro 2
Comportamiento de las importaciones en dólares

Julio de 2016			
Variación anual	Principales rubros que contribuyeron		
	Rubro	Variación anual del rubro	
Total	(32,5)		
Bienes de capital	(40,0)	Equipo rodante de transporte	(69,4)
		Maquinaria industrial	(48,9)
Materias primas	(30,2)	Productos mineros (para la industria)	(25,5)
		Combustibles	(54,7)
Bienes de consumo	(25,4)	Vehículos de transporte particular	(33,4)
		Productos farmacéuticos y de tocador	(28,0)
Acumulado enero-julio de 2016			
Variación anual	Principales rubros que contribuyeron		
	Rubro	Variación anual del rubro	
Total	(22,7)		
Bienes de capital	(32,8)	Equipo rodante de transporte	(61,1)
		Maquinaria industrial	(28,9)
Materias primas	(17,3)	Combustibles	(29,3)
		Productos mineros (para la industria)	(22,4)
		Productos químicos y farmacéuticos	(14,6)
Bienes de consumo	(17,4)	Vehículos de transporte particular	(27,7)
		Productos farmacéuticos y de tocador	(11,3)

Fuente: DANE.

mismo período se registraron entradas de capital extranjero por USD 13,451 m, de las cuales el 62% (USD 8,354 m) correspondió a IED, el 19% (USD 2,527 m) a colocaciones de bonos en los mercados internacionales, el 12% (USD 1,663 m) a la inversión de portafolio en el mercado local, y el restante a préstamos y otros créditos externos. En el mismo período se

estima que el país registró salidas de capital de residentes por USD 6.961 m. Estos recursos se destinaron mayoritariamente a la adquisición de activos financieros en el exterior.

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

21. Para el tercer trimestre de 2016 la información disponible sugiere que

la economía colombiana continuó desacelerándose. En particular, los choques de oferta que sucedieron hacia finales de junio y a lo largo de todo julio en el sector transportador habrían tenido efectos reales sobre otros rubros del PIB.

22. El consumo privado habría registrado desaceleraciones adicionales, al tiempo que la formación bruta de capital habría

- continuado contrayéndose. Las exportaciones reales se habrían expandido a un ritmo similar al del segundo trimestre, mientras que las importaciones habrían caído de manera importante, afín con el desempeño de los rubros de la demanda interna con mayor componente importado.
23. Según la encuesta mensual de comercio al por menor (EMCM) del DANE, en julio las ventas totales del comercio minorista (sin combustibles) cayeron 2,0% anual, cifra inferior a la expansión registrada para el agregado del segundo trimestre (1,2%). Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 3,2% anual. Aunque esto representa una aceleración frente a los registros de mayo (0,1%) y junio (0,4%), obedece a una baja base de comparación. Asimismo las ventas de vehículos registraron una contracción anual de 26,5%, significativamente más profunda que la del segundo trimestre (-2,8%).
24. Las cifras de matrículas reportadas por el Comité Colombiano Automotor (CAC) para el bimestre julio-agosto presentan una caída de -19,8%, mayor que el -9,8% del segundo trimestre. Cabe señalar que agosto compensó en parte la fuerte caída de julio (-34,1%), ocasionada en alguna medida por el paro camionero.
25. En julio el balance de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República registró un nivel menor que el observado a lo largo del segundo trimestre de 2016.
26. Por el contrario en agosto el índice de confianza del consumidor (ICC) se recuperó levemente frente a los niveles de los meses anteriores, aunque la serie sigue significativamente por debajo del promedio calculado desde noviembre de 2001.
27. En julio la tasa de desempleo mostró incrementos en todos los dominios geográficos, excepto en las áreas rurales. El aumento se explica porque en esta ocasión la tasa de ocupación cayó, mientras que la de participación se mantuvo estable. La serie desestacionalizada de ocupados presenta un estancamiento en el total nacional y en las trece áreas.
28. Por su parte, en agosto la cartera de los hogares en términos nominales registró un incremento similar al de los meses anteriores. No obstante, las tasas de intereses, tanto nominales como reales, continúan aumentando en el margen.
29. Con respecto a la formación bruta de capital distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles, en julio el balance de expectativas de inversión de la EMEE registró una leve disminución frente al mes anterior. Además, de acuerdo con la información a agosto del boletín de comercio exterior de la DIAN, las importaciones de bienes de capital (llevadas a pesos constantes) continuaron cayendo a un ritmo similar al del segundo trimestre.
30. Las cifras en dólares de comercio exterior del DANE (a julio) y del boletín de la DIAN (a agosto) convertidas a pesos constantes, sugieren que en el tercer trimestre habría continuado la corrección del déficit comercial. Esto, sobre todo, debido a una importante caída de las importaciones, congruente con lo previsto para la demanda de maquinaria y equipo, equipo de transporte y de bienes de consumo durables.
31. Por el lado de la oferta, los pocos indicadores

- disponibles para el tercer trimestre también muestran un deterioro de la actividad económica respecto a lo observado en el primer semestre del año.
32. En julio, de acuerdo con la *Encuesta mensual manufacturera* del DANE, la producción industrial mostró una importante contracción de 6,2%, cifra inferior a la esperada por el SGEE. Al excluir refinación, las manufacturas restantes disminuyeron 9,7%. La refinación aumentó 11,8%. En lo corrido del año la industria creció a una tasa anual de 3,9% y al excluir refinación de 0,9%.
33. Además del efecto asociado con un menor número de días hábiles (dos festivos más respecto al mismo mes de 2015), según el DANE y la encuesta de opinión empresarial de la ANDI, el paro camionero (46 días) influyó de manera importante el desempeño sectorial. Los industriales señalaron problemas de escasez de conductores y de camiones, aumento en los costos de almacenamiento, en fletes de transporte y en los inventarios de productos terminados, entre otros factores.
34. En contraste y con información a agosto, el indicador de pedidos, existencias y las expectativas de producción a tres meses de la industria (Fedesarrollo) mostraron una mejoría frente a julio y frente al promedio del segundo trimestre. Además, la demanda de energía industrial tuvo un mejor desempeño (pasó de -11,1% en julio a +2,7% en agosto). Lo anterior sugiere que luego del choque asociado al paro camionero la industria habría recuperado parte de la producción perdida en julio.
35. En el caso de la construcción, en julio la producción de cemento registró una significativa contracción de 17,6% y el acumulado de seis meses una disminución de 4,1%. El componente tendencial muestra una pendiente decreciente. Algo similar ocurre con las licencias de construcción, las cuales mostraron un deterioro en julio al caer 29,4% (-34,2% en el área aprobada para los destinos no habitacionales y -27,4% en el área aprobada para vivienda).
36. En agosto la producción de petróleo se ubicó en 827 mil barriles diarios, lo que implicó una caída de 14,4% anual. Para el bimestre julio-agosto la disminución fue de 12,6% anual. En lo corrido del año la extracción de crudo decrece 10,2%, más que lo esperado en el Informe trimestral anterior.
37. En agosto la producción de café se situó en 1.189.000 sacos, con una reducción de 5,9% anual. En el bimestre julio-agosto el retroceso es significativo (pasó de 2,0% en el segundo trimestre a -15,3%). En lo corrido del año la caída sectorial fue 1,6%.

III. Comportamiento de la inflación y precios

38. En agosto la inflación anual al consumidor presentó un quiebre en la tendencia ascendente que traía desde hace varios trimestres, situándose en 8,10% anual (87 puntos base (pb) menos con respecto al registro del mes anterior) (Cuadro 3). La inflación año corrido ascendió a 5,31%, mientras que la variación mensual fue negativa (-0,32%) y menor que la pronosticada por el mercado en promedio (0,18%) y por la SGEE.
39. La caída de la inflación anual en agosto se explica, principalmente, por la disminución en los precios de los alimentos,

Cuadro 3
Indicadores de precios al consumidor (IPC) y de inflación básica a agosto de 2016

Descripción	Ponderación	dic-15	mar-16	jun-16	jul-16	ago-16	Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la aceleración del año corrido
Total	100,00	6,77	7,98	8,60	8,97	8,10	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	5,17	6,20	6,31	6,26	6,10	13,72	48,27
Transables	26,00	7,09	7,38	7,90	7,87	7,53	8,84	8,19
No transables	30,52	4,21	4,38	4,97	5,01	5,05	(0,69)	19,20
Regulados	15,26	4,28	7,24	6,71	6,40	6,10	5,52	20,89
Alimentos	28,21	10,85	12,35	14,28	15,71	13,60	86,28	51,73
Perecederos	3,88	26,03	27,09	34,94	39,27	21,27	87,22	(10,60)
Procesados	16,26	9,62	10,83	12,09	13,33	13,07	3,99	42,18
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	7,58	8,11	8,50	9,00	(4,93)	20,15
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		5,17	6,20	6,31	6,26	6,10		
Núcleo 20		5,22	6,48	6,82	7,03	7,07		
IPC sin perecederos, ni comb. ni servicios públicos		5,93	6,57	6,77	6,92	6,97		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,91	6,20	6,22	6,10		
Promedio indicadores inflación básica		5,43	6,29	6,52	6,61	6,56		

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

- en especial de los perecederos. También se presentaron descensos en las subcanastas de regulados y de transables (sin alimentos ni regulados).
40. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, disminuyó de 6,61% en julio a 6,56% en agosto. El comportamiento de los diversos indicadores fue mixto: aumentaron un poco el núcleo 20 (7,07%), el
- del mayor nivel, y el IPC sin alimentos perecederos, combustibles y servicios públicos (6,97%), mientras que el IPC sin alimentos ni regulados (6,10%) se redujo, al igual que el IPC sin alimentos (6,10%).
41. Dentro del IPC sin alimentos, el componente no transable fue el único que aumentó levemente (de 5,01% en julio a 5,05% en agosto). En esta subcanasta la variación anual del IPC de arriendos subió
- ligeramente de 4,1% a 4,2%, y algo similar sucedió con los rubros más indexados que pasaron de 6,1% a 6,2%.
42. La variación anual del IPC de regulados (6,10%) volvió a disminuir (30 pb), lo cual fue posible gracias a un ajuste anual decreciente en los servicios públicos (10,6% frente a 11,9% en julio), explicado por las tarifas de acueducto (de 9,3% a 5,5%). La entrada en vigencia del nuevo marco tarifario

el mes pasado, aunque generó alzas en julio para varias ciudades, hizo posible una disminución de las tarifas en Bogotá (-12,6% en agosto). En gas también se presentó un descenso en la variación anual (de 20,0% a 14,0%). Las tarifas de energía eléctrica ejercieron presiones alcistas, pues su variación anual aumentó (de 11,0% a 13,2%). Lo mismo sucedió con combustibles (cuya variación anual subió de -5,2% a -4,9%) y con el transporte público (que pasó de 5,0% a 5,5%). Para los próximos meses no se descartan descensos adicionales en las tarifas de gas debido a que la CREG podría obligar a las comercializadoras a rebajarlas por cuenta de que el aparente traslado de los sobrecostos de distribución a sus usuarios está por fuera del marco regulatorio. Por el contrario, se espera un alza en el servicio de taxi en Bogotá.

43. Para los transables sin alimentos ni regulados la variación anual del IPC descendió por segundo mes consecutivo y se situó en 7,53% (7,87% en julio). La desaceleración de este indicador sugiere que los efectos de la depreciación acumulada

se están empezando a diluir. A esto se suma el impacto que habría tenido el ajuste de la tasa de interés sobre la demanda.

44. El IPC de alimentos, que concentró la caída de la inflación anual al consumidor este mes, pasó de 15,71% en julio a 13,60% en agosto. Gran parte de este descenso se explica por la disminución de los precios de los alimentos perecederos, con una variación anual que pasó de 39,27% a 21,27%. Las reducciones más fuertes se dieron en la papa y en varias hortalizas (tomate, zanahoria y cebolla).

45. Para los alimentos procesados la variación anual del IPC se redujo levemente entre julio (13,33%) y agosto (13,07%), por el menor ajuste del precio de la carne de res (de 24,4% a 23,2%). A pesar de ello, el precio de la carne aún exhibe niveles altos, principalmente por la continuación de la fase de retención ganadera, que se extendería por algunos meses más, según lo informa el gremio ganadero.

46. Cabe señalar que el abastecimiento de alimentos aumentó considerablemente en agosto y lo corrido de septiembre, una vez se resta-

bleció el transporte de carga luego de finalizado el paro camionero el 22 de julio pasado. De acuerdo con información preliminar obtenida a partir del Sipsa los precios de los alimentos habrían seguido cayendo en septiembre.

47. A pesar de los descensos en los precios de alimentos perecederos y procesados, en agosto la variación anual del IPC de las comidas fuera del hogar se situó en 9,0%, 50 pb más que el registro del mes anterior.

48. Por otra parte, las presiones alcistas de los costos no laborales se moderaron en agosto. La variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) se redujo de manera importante de 8,38% en julio a 4,89% en agosto. El descenso lo explica tanto el componente importado (pasó de 5,81% en julio a 0,53% en agosto), como el de los bienes producidos y consumidos localmente (de 9,51% en julio a 6,92%).

49. En cuanto a los costos laborales y con información a julio, el ajuste de salarios del comercio pasó de 6,9% en el segundo trimestre a 7,5%. Por el contrario, el de la industria disminuyó de

6,5% a 5,0%. Con información a agosto los salarios de la construcción pesada y de vivienda se mantuvieron relativamente estables.

50. Las expectativas de inflación para diciembre de 2016 obtenidas de la encuesta mensual a analistas financieros, y re-

cogidas a comienzos de septiembre, disminuyeron de 6,77% en agosto a 6,26% en septiembre, las de doce meses de 4,55% a 4,35% y las de veinticuatro meses de 3,72% a 3,61%. Por último, en promedio para lo corrido de septiembre (hasta el 28) frente a los datos

promedio de agosto, las inflaciones implícitas (*breakeven inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron 78, 62 y 43 pb para los plazos a dos, tres y cinco años, y se ubicaron en 3,57%, 3,45% y 3,37%, respectivamente.

◆ Comunicados de prensa

Compras de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario en el mes de agosto de 2016

7 de septiembre de 2016

El Banco de la República informa que en el mes de agosto de 2016 no realizó compras ni ventas de divisas. En lo corrido del año el Banco ha realizado ventas netas de divisas por USD 255,6 millones.

Durante el mismo mes, el Banco no efectuó compras ni ventas definitivas de TES B. Al finalizar agosto, el saldo de dichos títulos en su poder ascendió a COP 9.251,2 miles de millones de pesos. Finalmente, se proyecta un vencimiento de COP 95,0 miles de millones de pesos a valor nominal para septiembre de 2016.

El Banco de la República lanza el libro *Sistemas de transferencias subnacionales: lecciones para una reforma en Colombia*

20 de septiembre de 2016

Hoy martes 20 de septiembre, en la Casa Gómez Campuzano, ubicada en la calle 80 No. 8-66, en Bogotá, se realizará a las 5:00 p. m. el lanzamiento del libro *Sistemas de transferencias subnacionales: lecciones para una reforma en Colombia*, editado por Jaime Bonet y Luis Armando Galvis, investigadores del Centro de Estudios Económicos Regionales, CEER, del Banco de la República, sucursal Cartagena. La

presentación del libro estará a cargo de Simón Gaviria, director del Departamento Nacional de Planeación, con la participación de José Darío Uribe, gerente general del Banco de la República y Rafael de la Cruz, representante del Banco Interamericano de Desarrollo, BID, en Colombia

El proceso de descentralización ha sido una de las herramientas claves para alcanzar las coberturas actuales en materia de educación y salud en Colombia. La destinación de mayores recursos para estos dos sectores ocurrió, en gran parte, gracias a la descentralización establecida en la Constitución Política de 1991. Si bien el país ha logrado avanzar de manera significativa en la cobertura de estos servicios, aún hay falencias en su calidad. Mejorarla se ha convertido en una de las prioridades de la política pública colombiana, lo cual involucra la discusión de cuántos recursos transferir a los entes territoriales. Para contribuir a este debate el Banco de la República y el Banco Interamericano de Desarrollo organizaron el seminario internacional “¿Cómo va el Sistema General de Participaciones?”, el 9 de mayo de 2014, en Cartagena de Indias.

Este libro tiene como objetivo presentar las memorias de dicho evento, de tal manera que lo discutido allí sirva de insumo para definir las políticas públicas requeridas en Colombia y en otros países de la región.

XXXI Reunión de presidentes de bancos centrales de América del Sur

*27 de septiembre de
2016*

El 27 de septiembre de 2016 tuvo lugar en Bogotá la XXXI Reunión de presidentes de bancos centrales de América del Sur. Las autoridades examinaron el comportamiento de la economía mundial y regional. Adicio-

nalmente, analizaron las conclusiones de una investigación sobre el traspaso de las variaciones del tipo de cambio a la inflación y otra acerca del desarrollo de los mercados de derivados cambiarios y la intervención de los bancos centrales.

Las economías avanzadas continúan recuperándose en forma moderada y desigual en un escenario de tasas de interés bajas o negativas. China, India y otros países emergentes han estabilizado su ritmo de crecimiento y en América del Sur los indicadores sugieren que el período de desaceleración o contracción en varios países estaría terminando. El aumento de los precios internacionales de algunos productos básicos y los flujos de capitales a estos mercados podrían facilitar un repunte en su crecimiento.

El panorama más favorable por el lado de la actividad económica contrasta con el comportamiento de la inflación. Las economías desarrolladas continúan presentando niveles muy bajos de inflación a pesar de los amplios estímulos monetarios. En contraste, algunas economías emergentes exhibieron niveles de inflación altos a causa de la depreciación de los tipos de cambio. El aumento de los precios en un contexto de desaceleración económica agudizó en el pasado los dilemas de política monetaria.

El documento elaborado por el Banco Central de la República Argentina analizó el traspaso de variaciones del tipo de cambio a la inflación. Se resaltó la reducción en la relación observada entre estas variables en lo corrido del siglo para los países de América del Sur. Esto se explica en gran medida por la consolidación de políticas monetarias enfocadas en reducir y mantener baja la inflación, así como por la menor dolarización de las economías.

El estudio del Banco Central de Reserva del Perú presentó las tendencias recientes de los mercados de derivados cambiarios y la intervención de los bancos centrales en dichos mercados. Se encuentra cierta heterogeneidad entre países respecto a la frecuencia, propósitos e instrumentos utilizados. Los motivos más frecuentes para intervenir en

los mercados cambiarios son los de reducir la volatilidad del tipo de cambio y de acumular reservas internacionales.

Los representantes de los bancos centrales acordaron reunirse en el primer semestre de 2017 en la ciudad de Santa Cruz, Bolivia. Para dicha reunión, el Banco de la República (Colombia) realizará un estudio sobre flujos de capital y mercados financieros locales y el Banco Central de Bolivia otro sobre la evolución y perspectivas de los precios de los productos básicos y su efecto sobre las economías de la región.

Banco de la República mantiene la tasa de interés de intervención en 7,75%

*30 de septiembre de
2016*

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión de hoy decidió mantener la tasa de interés de intervención en 7,75%. En esta decisión, la Junta tomó en consideración principalmente los siguientes aspectos:

En agosto la inflación anual al consumidor y el promedio de las medidas de inflación básica disminuyeron y se situaron en 8,10% y 6,56%, respectivamente. Las expectativas de inflación también cayeron: la de los analistas a uno y dos años se sitúan en 4,35% y 3,61%, y las que se derivan de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se encuentran entre 3,4% y 3,6%.

La normalización del clima y de la oferta agrícola generó reducciones en los precios de los alimentos en agosto y se espera que el ritmo de aumento anual de este grupo disminuya al menos hasta el primer trimestre de 2017. El comportamiento de los precios más afectados por la tasa de cambio sugiere que el

traspaso de la devaluación del peso a la inflación se está diluyendo.

El crecimiento promedio de los socios comerciales en 2016 probablemente será menor que el estimado un mes atrás. Para los Estados Unidos se sigue proyectando un endurcimiento lento de la política monetaria. El precio del petróleo se mantiene por encima de los niveles registrados a comienzos del año, y algunos precios internacionales de bienes básicos que importa Colombia han descendido. Con esto, los términos de intercambio han aumentado y se encuentran en niveles cercanos al promedio observado en 2015.

Los indicadores de actividad económica para el tercer trimestre, algunos de ellos fuertemente afectados por el paro camionero, indican que el crecimiento económico será inferior al registrado en el primer semestre. Estas cifras sugieren un sesgo a la baja en la proyección del crecimiento más probable para todo 2016 (2,3%) que tiene el equipo técnico del Banco.

En el primer semestre de 2016 el déficit en la cuenta corriente se situó en USD 6.284 millones, equivalente a 4,8% del PIB, cifras inferiores en USD 3.233 millones y en 1,5 puntos porcentuales a los registros de un año atrás. Estos resultados, junto con las nuevas cifras de comercio exterior, indican que el déficit externo para todo 2016 podría ser inferior a lo proyectado un mes atrás (USD 15 mil millones, equivalente al 5,3% del PIB).

En síntesis, la economía colombiana continúa ajustándose a los fuertes choques registrados desde 2014 y el déficit en la cuenta corriente está disminuyendo gradualmente. Los efectos de los choques transitorios de oferta que han afectado la inflación y sus expectativas han comenzado a revertirse y se espera que esta tendencia continúe. Lo anterior, junto con las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento, debería conducir la inflación al rango meta en 2017.

En este entorno, al evaluar el balance de riesgos sobre la inflación y el crecimiento, la

Junta Directiva consideró conveniente mantener inalterada la tasa de interés de referencia. Nueva información sobre el comportamiento de los precios y la demanda agregada dará mayores indicios sobre la velocidad de la convergencia esperada de la inflación a la meta y de la intensidad, naturaleza y persistencia de la desaceleración económica.

La Junta continuará haciendo un seguimiento al ajuste del gasto y su coherencia con

el nivel de ingreso de largo plazo, la sostenibilidad del déficit externo y, en general, la estabilidad macroeconómica. Así mismo, reafirma el compromiso de mantener la inflación y sus expectativas ancladas en la meta, reconociendo que hay un incremento de naturaleza transitoria en la inflación.

La decisión de mantener inalterada la tasa de interés de intervención contó con la aprobación de los siete miembros de la Junta.

