



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

Informe de política monetaria



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

Informe de política monetaria

Subgerencia de Estudios Económicos

ABRIL DE 2017

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. La información disponible estaría confirmando la dinámica del crecimiento de los socios comerciales que se esperaba en el pasado Informe sobre Inflación, caracterizada por un crecimiento débil aunque mejor que el del año pasado. Solo en Perú y Brasil se estaría considerando revisar a la baja los pronósticos.
2. En los Estados Unidos, el crecimiento continuó sustentado en la demanda interna, en particular en el consumo. Aunque la tasa de desempleo es baja y cercana a su nivel no-inflacionario, todavía no se observan presiones sobre los salarios que pudieran transmitirse a los precios. Por otra parte, la inflación total y la núcleo disminuyeron de 2,4% y 2% en marzo a 2,2% y 1,9% en abril, respectivamente. Los analistas continúan anticipando una inflación total algo por encima de la meta de largo plazo de la Reserva Federal (2%) en lo restante de 2017 y durante 2018.
3. Los datos de la zona del euro muestran unos mayores niveles de confianza del consumidor (abril) y de la industria (marzo). La inflación aumentó y se situó en abril en 1,9%, cercana a la meta del Banco Central Europeo.
4. Con respecto a la economía china, el 24 de mayo Moody's redujo la calificación crediticia de su deuda soberana, por preocupaciones sobre su nivel de endeudamiento.
5. En América Latina, las cifras disponibles de actividad económica a marzo mostraron un deterioro en Perú y Chile, explicado por los fuertes choques de oferta que estas dos economías están enfrentando. En Brasil, aunque se evidenció una recuperación, la reciente situación política podría afectar en forma importante los resultados futuros. En cuanto a la inflación, ha continuado su descenso en la región, a excepción de México, en donde se ha observado una aceleración importante en lo corrido de 2017. Este último caso estaría asociado a la depreciación acumulada del peso mexicano y al alza en los precios de los combustibles.
6. Las monedas de la región continúan mostrando una tendencia a la apreciación. La excepción ha sido Brasil, en donde la semana pasada se observó una depreciación relacionada con el aumento de la incertidumbre política.
7. Los CDS en América Latina se han mantenido con una leve tendencia descendente. De nuevo, la excepción fue Brasil, país en donde se incrementó debido al escándalo político.
8. Los términos de intercambio de Colombia a marzo aumentaron gracias al comportamiento de los precios de los principales productos de exportación del país. Gran parte de esta tendencia continuaría si el petróleo se mantiene en niveles similares a los actuales, lo cual parece ser el caso dado el anuncio de extensión, hasta marzo de 2018, del acuerdo de límites a la producción de la OPEP.

Exportaciones (Cuadro 1)

9. En marzo el valor en dólares de las exportaciones registró un crecimiento anual de 37,9%, al cual aportaron todos los grupos de bienes, en especial los de origen minero, que aumentaron 57,9% anual. Se destaca la recuperación de las ventas externas del grupo resto (asociado a bienes manufactureros), que se expandieron 7,9% anual (**Cuadro 1**).

Cuadro 1. Comportamiento de las exportaciones en dólares

Marzo de 2017				
	Variación anual [contribución]	Rubros con mayor contribución a la var. anual (en misma dirección)		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual
Total exportaciones	37,9%			
Bienes de origen agrícola	42,3% [7,3]	Café	64,3%	4,8
		Flores	25,5%	1,3
Bienes de origen minero	57,9% [27,9]	Carbón	124,6%	14,7
		Petróleo crudo	25,6%	6,5
Resto de exportaciones*	7,9% [2,7]	Productos químicos	17,6%	1,5
		Minerales no metálicos y metales básicos	37,6%	0,9
Acumulado Enero-Marzo 2017				
Total exportaciones	31,4%			
Bienes de origen agrícola	24,6% [4,1]	Café	41,6%	3,2
		Banano	15,8%	0,5
Bienes de origen minero	57% [27,8]	Petróleo crudo	45,4%	11,6
		Carbón	82,7%	10,6
Resto de exportaciones	-1,4% [-0,5]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	-12,1%	-0,9
		Productos textiles	-14,5%	-0,2

*En este rubro las agrupaciones de destinos que más aportaron a su crecimiento fueron Resto de ALADI, Asia y Ecuador, con ascensos anuales de 34,0%, 57,5% y 11,4%, respectivamente. Estados Unidos también creció anualmente (5,7%), Venezuela continua presentando descensos anuales, 61,4% en marzo.

Fuente: DANE

10. En lo corrido del año, el valor de las exportaciones totales creció 31,4%, respondiendo, principalmente, al incremento de 57,0% en las ventas externas de bienes de origen minero. Este comportamiento obedece al incremento en los precios (36,2%), ya que las cantidades disminuyeron (-3,3%). Las mejoras más significativas en los precios se dieron en los bienes de origen minero (61,4% anual en el acumulado a marzo).
11. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en abril las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un descenso anual de

4,8% (según esta fuente, en marzo habían crecido 37,7%, sin embargo el incremento reportado posteriormente por el DANE fue de 40,5%).

Importaciones (Cuadro 2)

12. En marzo el valor en dólares de las importaciones CIF mostró un crecimiento anual de 14,8%, al cual contribuyeron todos los grupos, destacándose el de las compras de bienes de capital. En los bienes de consumo, los no duraderos cayeron 1,1%, mientras que los duraderos aumentaron 15,6% (**Cuadro 2**).
13. En lo corrido del año el valor de las importaciones totales aumentó 6,9%; las cantidades crecieron 5,8% y los precios 1,0%.
14. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en abril las importaciones CIF registraron una expansión anual de 1,6% (según esta fuente, en marzo habían crecido 16,2%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue 14,8%).

Cuadro 2. Comportamiento de las importaciones en dólares

Marzo de 2017				
	Variación anual [contribución]	Rubros con mayor contribución a la var. anual (en misma dirección)		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual
Total importaciones	14,8%			
Bienes de capital	30,4% [8,3]	Equipo rodante de transporte	240,4%	4,8
		Otro equipo fijo para la industria	31,3%	1,4
Materias primas	10,4% [5,0]	Productos alimenticios para la industria	59,8%	3,2
		Productos mineros para la industria	25,0%	2,0
Bienes de consumo	6,0% [1,5]	Bienes de consumo no duradero	-1,1%	-0,2
		Productos alimenticios	-4,5%	-0,2
		Tabaco	-48,1%	-0,1
		Bienes de consumo duradero	15,6%	1,6
		Vehículos de transporte particular	28,9%	1,5
Acumulado Enero-Marzo 2017				
Total importaciones	6,9%			
Bienes de capital	6,4% [1,9]	Otro equipo fijo para la industria	14,7%	0,8
		Partes y accesorios de equipo de transporte	18,5%	0,7
Materias primas	6,8% [3,2]	Productos alimenticios para la industria	24,0%	1,4
		Productos químicos y farmacéuticos	7,6%	1,1
Bienes de consumo	7,6% [1,8]	Bienes de consumo no duradero	1,5%	0,2
		Productos alimenticios	3,9%	0,2
		Tabaco	-77,3%	-0,1
		Bienes de consumo duradero	15,4%	1,6
		Vehículos de transporte particular	23,8%	1,3

Fuente: DANE

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

15. La reciente publicación del PIB por el lado de la oferta muestra que la economía colombiana se desaceleró en el primer trimestre de 2017 al crecer

1,1% anual, frente a 1,6% en el cuarto trimestre de 2016. Esta cifra fue levemente inferior a lo esperado por el equipo técnico en el informe trimestral anterior (1,3%). En términos trimestrales, la actividad económica mostró una contracción de 0,2%, (-0,9% anualizado).

16. Por ramas de actividad, los sectores que más crecieron en dicho trimestre fueron la agricultura y los servicios financieros. En contraste, la minería, la construcción, los suministros de electricidad, gas y agua y el transporte se contrajeron (**Cuadro 3**). Vale la pena resaltar que el crecimiento de edificaciones y de obras civiles estuvo por debajo de lo esperado por el Banco. Los pronósticos del equipo técnico para todo el año suponen un dinamismo importante en la construcción, en particular en la de obras civiles.
17. Por el lado del gasto, el DANE publicará los resultados el viernes 26 de mayo. Con información a marzo, las cifras de ventas minoristas apuntan a que el consumo privado se desaceleró con respecto a los registros de finales de 2016 (-1,7% agregado para el primer trimestre vs 4,9% del último cuarto de 2016); el consumo público se habría recuperado. La inversión se habría acelerado, aunque con un comportamiento dispar a su interior: mejoraría la inversión en bienes de capital (de acuerdo con las cifras en dólares de importaciones de este tipo de bienes), mientras que la de construcción de edificaciones se contraería (según los datos por el lado de la oferta).
18. Con todo lo anterior, la demanda interna habría mostrado un mejor comportamiento que en los trimestres más recientes.

Cuadro 3

Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

Rama de actividad	2015	2016				2016	2017
	Año completo	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Año completo	I Trim
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3.3%	0.0%	0.4%	-0.5%	2.0%	0.5%	7.7%
Explotación de minas y canteras	0.6%	-4.7%	-6.9%	-6.5%	-8.2%	-6.5%	-9.4%
Industria manufacturera	1.2%	4.3%	5.1%	1.5%	1.0%	3.0%	0.3%
Electricidad, gas y agua	2.9%	2.9%	-0.7%	-1.3%	-0.5%	0.1%	-0.6%
Construcción	3.9%	5.3%	0.8%	6.8%	3.5%	4.1%	-1.4%
Edificaciones	2.1%	10.9%	2.8%	11.0%	0.9%	6.0%	-7.1%
Obras Civiles	5.4%	0.4%	-0.4%	1.9%	5.1%	2.4%	3.5%
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	4.1%	2.8%	1.9%	0.8%	1.6%	1.8%	-0.5%
Transporte, almacenamiento y comunicación	1.4%	0.9%	0.2%	-1.5%	-0.1%	-0.1%	-0.3%
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4.3%	5.0%	5.4%	4.4%	5.0%	5.0%	4.4%
Servicios sociales, comunales y personales	2.9%	3.5%	3.2%	1.3%	0.9%	2.2%	2.2%
Subtotal Valor agregado	3.0%	2.7%	2.2%	1.3%	1.5%	1.9%	1.0%
Impuestos menos subsidios	4.0%	1.3%	4.1%	0.4%	2.8%	2.2%	2.7%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	3.1%	2.6%	2.4%	1.2%	1.6%	2.0%	1.1%

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

19. La información sobre el desempeño de la economía para el segundo trimestre es aún escasa, pero sugiere que se observaría nuevamente un crecimiento bajo. El equipo técnico continúa previendo que el repunte del producto se daría principalmente en la segunda mitad del año.
20. Por el lado de la oferta, en abril la producción de petróleo se situó en 857 mbd, lo que implicó una contracción anual de 6,2%. En el mismo mes, la demanda de energía creció 1,0% anual (1,9% el componente regulado y -0,8% el no regulado). En el caso de la industria, la demanda de energía cayó 3,1%.
21. De acuerdo con cifras de la Federación Nacional de Cafeteros, la producción de café en abril fue de 834.000 sacos, lo que implicó una contracción anual de 20%, que contrasta con el promedio observado durante el primer trimestre (alrededor de 13%). En el año corrido, la producción crece 4,8%, afín con lo esperado para el año completo (un nivel de 14,8 millones de sacos que implica un crecimiento anual de 4,0%).
22. Con respecto a los indicadores de demanda, el índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo aumentó en abril pero se mantiene en niveles bajos.
23. Los indicadores del mercado laboral tampoco soportan un consumo de los hogares dinámico. Al descontar el efecto estacional, con cifras a marzo la tasa de desempleo continuó mostrando una tendencia ascendente para el total nacional y las trece áreas. En estas últimas, el número de ocupados no asalariados ha aumentado en los últimos meses, mientras que el de asalariados ha disminuido (series desestacionalizadas).
24. El consumo de bienes durables continuaría registrado un comportamiento mediocre. De acuerdo con las cifras a abril publicadas por la ANDI y Fenalco, las matrículas de vehículos cayeron 15,8% frente al mismo mes de 2016. El componente tendencial de esta serie sigue mostrando un deterioro. Además, este retroceso se dio tanto para el caso de vehículos de uso particular (-18,2%) como en el de uso comercial (-13,0%).
25. El comportamiento del gasto de los hogares se ha dado junto con un crecimiento nominal del crédito de consumo cercano al 13,5%, similar a lo observado en los últimos meses. La cartera hipotecaria también se incrementa a un ritmo cercano al 13% anual (nominal).
26. Dado todo lo anterior, el equipo técnico prevé que el consumo privado continuará mostrando un escaso dinamismo en el segundo trimestre.
27. Con respecto a la formación bruta de capital, las cifras de importaciones de bienes de capital del boletín de comercio exterior de la DIAN con corte a abril (llevadas a pesos constantes), sugieren que la inversión distinta de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles habría dejado de caer. De mantenerse esta dinámica, este renglón del PIB crecería en el segundo trimestre del año.

28. Por último, en cuanto al comercio exterior, con corte a abril el avance de la DIAN sugiere que tanto las exportaciones como las importaciones en pesos constantes habrían crecido. En el primer caso, las ventas al exterior de carbón, banano, café, y oro continuarían aportando a la expansión del rubro. En el segundo, se observarían mejores desempeños de las compras de bienes de capital y de materias primas.
29. Todo lo anterior indica que se estarían materializando algunos riesgos bajistas contemplados en informes anteriores. No obstante, el equipo técnico del Banco de la República mantiene la proyección de 1,8% de crecimiento del PIB en todo 2017, contenido en un rango de entre 0,8% y 2,6%, a la espera de nueva información que permita tener más claridad sobre las tendencias de la economía.

III. Comportamiento de la inflación y precios

30. A diferencia de los meses anteriores, en abril la inflación anual al consumidor se mantuvo relativamente estable frente al registro de marzo y se situó en 4,66% (disminuyó 3 pb) (**Cuadro 4**). Cabe señalar que la inflación anual alcanzó un máximo reciente en julio de 2016 cuando se ubicó en 8,97%.
31. La variación mensual fue del IPC fue 0,47%, superior a la estimada por el mercado (0,38%). Para el año corrido a abril el IPC acumula un aumento de 3,0%.
32. Como viene sucediendo desde agosto pasado, la mayor presión a la baja provino del IPC de alimentos. Los transables y no transables (sin alimentos ni regulados) también contribuyeron a la disminución de la inflación, aunque en menor magnitud. Por el contrario, la variación anual del IPC de regulados se aceleró de forma significativa, y contrarrestó el descenso en las otras canastas.
33. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, también permaneció relativamente estable (pasó de 5,55% en marzo a 5,52% en abril). En los últimos cinco meses este promedio no ha mostrado cambios importantes, fluctuando entre 5,5% y 5,6%. En el mes, tres de los cuatro indicadores se redujeron frente al dato de marzo: el IPC núcleo 20 (de 6,01% a 5,84%), el IPC sin alimentos ni regulados (de 5,44% a 5,28%) y el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos (de 5,61% a 5,37%). Tan solo el IPC sin alimentos aumentó (de 5,13% a 5,60%) sobre todo por el peso que tienen los regulados en su cálculo (**Cuadro 4**).

Cuadro 4

Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A abril 2017

Descripción	Ponderación	Dec-16	Jan-17	Feb-17	Mar-17	Apr-17
Total	100	5.75	5.47	5.18	4.69	4.66
Sin alimentos	71.79	5.14	5.26	5.17	5.13	5.60
Transables	26.00	5.31	5.37	5.75	5.59	5.35
No transables	30.52	4.85	4.83	5.06	5.33	5.22
Regulados	15.26	5.44	5.93	4.55	4.05	6.75
Alimentos	28.21	7.22	5.97	5.21	3.65	2.49
Perecederos	3.88	-6.63	-10.15	-9.60	-13.09	-14.47
Procesados	16.26	10.74	9.38	7.69	6.28	5.12
CFH	8.07	8.54	9.26	9.31	8.94	8.08
Indicadores de inflación básica						
Sin Alimentos		5.14	5.26	5.17	5.13	5.60
Núcleo 20		6.18	6.18	6.03	6.01	5.84
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		6.03	5.95	5.74	5.61	5.37
Inflación sin alimentos ni regulados		5.05	5.06	5.35	5.44	5.28
Promedio indicadores inflación básica		5.60	5.61	5.58	5.55	5.52

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

34. Al interior del IPC sin alimentos, la variación anual de transables (sin alimentos ni regulados) disminuyó de 5,59% en marzo a 5,35% en abril. Con esto se completaron dos meses de reducción de este indicador, lo que sugiere, entre otras cosas, que el efecto del aumento de los impuestos indirectos (por la reforma tributaria de diciembre de 2016 y la ley de licores) ya se habría transmitido en gran medida al nivel de precios al consumidor. Como se recordará, el grueso del impacto de los mayores impuestos recae sobre esta canasta, cuyos precios se aceleraron en enero y febrero, pese a las escasas presiones provenientes del tipo de cambio y de la demanda.
35. Respecto al IPC de no transables (sin alimentos ni regulados), su variación anual disminuyó de 5,33% en marzo a 5,22% abril. A esta caída contribuyó sobre todo arriendos, que en abril se desaceleró por primera vez en lo corrido del año (de 4,48% en marzo a 4,28% en abril). Otros componentes de los no transables como servicios de educación y salud, cuyos precios suelen tener una alta respuesta a los ajustes salariales y que además son altamente indexados, continuaron exhibiendo una variación anual alta, cercana o superior al 7,0%, aunque algo menor que la de marzo.
36. En cuanto a los regulados, la variación anual del IPC pasó de 4,05% en marzo a 6,75% en abril. Una baja base de comparación en el mismo mes del año pasado en energía (por las disminuciones de las tarifas en Bogotá), el reajuste de las tarifas de Transmilenio en 10% y el incremento en el precio de los combustibles, explican en buena parte dicho comportamiento. A ello se sumó el alza en las tarifas de acueducto.

37. En relación con los alimentos, en abril continuó el proceso de normalización de la oferta y de los precios, como se esperaba luego del choque climático del año pasado. A ello ha contribuido también la mayor estabilidad del tipo de cambio y las pocas presiones provenientes de los precios internacionales de materias primas agrícolas importadas por el país. Así, la variación anual del IPC de alimentos se redujo de 3,65% en marzo a 2,49% en el último mes, impulsada por los menores ajustes o descensos de los precios de los alimentos perecederos y de los alimentos procesados o semi procesados como la carne de res. Adicionalmente, la variación anual de comidas fuera del hogar, que hasta febrero ejerció presiones alcistas, descendió por segundo mes consecutivo en abril (a 8,08%) (**Cuadro 4**).
38. Los costos no laborales retomaron en abril la senda descendente que traían desde mediados del año pasado. De esta manera la variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) pasó de 0,55% en marzo a 0,39% en abril.
39. Para los costos laborales, la última información disponible para salarios muestra que han seguido aumentando a tasas relativamente altas respecto a la meta de inflación del 3,0%, aunque en algunos casos a un ritmo menor que el de meses anteriores. En particular los salarios de la industria manufacturera se ajustaban en marzo a una tasa anual de 7,1%, los del comercio a 5,8% y los de la construcción de vivienda en abril al 6,0%. Los costos salariales estarían generando presiones alcistas sobre ciertos segmentos del IPC, sobre todo en servicios, pese a que el mercado laboral se encuentra relativamente holgado.
40. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de mayo), las expectativas de inflación se mantuvieron relativamente estables frente a las obtenidas en la encuesta del mes anterior. En particular, la inflación esperada para diciembre de 2017 aumentó de 4,39% en abril a 4,45% en mayo, al igual que lo hicieron, aunque en menor magnitud, las expectativas a doce meses (de 3,65% a 3,67%). Por el contrario, la inflación esperada a veinticuatro meses no cambió significativamente (de 3,40% a 3,39%).
41. 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 mayo (hasta el 24) se ubica en 3,23% a 2 años y en 3,27% a 3 y 5 años. Frente al promedio de abril, el BEI promedio se redujo 2 pb para el plazo a 2 años, mientras que aumentó 7 pb y 12 pb para los plazos a 3 y 5 años, respectivamente.
42. Por último, utilizando la curva Forward Break-even Inflation (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2017 es de 5,24% (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 3,36%, 3,32% y 3,27%, respectivamente.