



# 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

MARZO DE 2017

## **I. Contexto externo y balanza de pagos**

1. Los datos disponibles sugieren que el crecimiento de los socios comerciales del país para 2017 sería algo mayor al previsto hace un trimestre, aunque seguiría siendo modesto.
2. En los Estados Unidos, los indicadores de confianza empresarial y del consumidor, así como los de producción industrial y ventas al por menor mantienen un buen comportamiento. A pesar del menor ritmo de creación de empleo, durante el primer trimestre la tasa de desempleo continuó disminuyendo. Todo lo anterior sugiere que el consumo seguiría siendo el motor del crecimiento. La inflación total se redujo en marzo y se ubicó en 2,4% mientras que la básica lo hizo en 2,0%. El mercado espera que la inflación total esté por encima de la meta implícita de 2% de la Reserva Federal (Fed) para lo que resta de 2017 y durante 2018. Los analistas financieros asignan una probabilidad de 47% de un nuevo incremento en la tasa de la Fed en junio.
3. En la zona del euro, el PIB de los últimos tres meses de 2016 aumentó a una tasa muy similar a la observada en los trimestres previos. El crecimiento en esta región continúa siendo explicado por el consumo y, a diferencia del trimestre anterior, por las exportaciones netas, que se han visto favorecidas por la depreciación del euro. Los índices de confianza del consumidor se han mantenido en niveles altos en los primeros meses del año, mientras que los PMI manufactureros de toda la zona del euro y de varios países muestran incrementos significativos, superando el máximo de los últimos años. En cuanto a la inflación anual, en marzo la total disminuyó a 1,5%, y la básica a 0,7%.
4. En China, en el primer trimestre la economía creció 6,9%, impulsada por la inversión y el consumo. Este valor es mayor al observado para 2016 (6,7%) y a la meta de crecimiento para 2017 (6,5%).
5. En América Latina, con información a marzo, los indicadores de confianza del consumidor muestran una tendencia a la recuperación en Brasil y Chile y alguna mejora frente a los registros de enero y febrero en México y Colombia. Sin embargo, se mantienen en terreno negativo. Por el contrario, para Perú el indicador se deterioró en los últimos meses, aunque permanece por encima de su promedio histórico. En marzo se continuó observando importantes entradas de capitales a América Latina, concentrados en renta fija.
6. En los mercados financieros internacionales, los índices de volatilidad, aunque se mantienen bajos, en las últimas semanas aumentaron por preocupaciones geopolíticas, en particular en Europa. Las tasas de interés de las economías desarrolladas han disminuido debido a una moderación en el optimismo global.
7. Los términos de intercambio de Colombia habrían seguido en niveles superiores a los de un año atrás, gracias al incremento en el precio de los principales productos de exportación del país (en especial petróleo y carbón). En el caso del

petróleo, si bien se han observado fluctuaciones importantes en su cotización, en lo corrido del año esta se ha mantenido por encima de los USD 50 por barril (referencia Brent).

## Exportaciones

- En febrero el valor en dólares de las exportaciones registró un crecimiento anual de 15,8%, debido al aumento en las ventas externas de los bienes de origen minero (43,5%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola se incrementaron 0,9%. Por el contrario, el grupo Resto tuvo una caída de 13,2% anual (**Cuadro 1**).

**Cuadro 1.** Comportamiento de las exportaciones en dólares

Febrero 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
<b>Total</b>	15,8%			
<b>Bienes de origen agrícola</b>	0,9% [0,2]	Café Flores	17,0% -12,5%	1,3 -0,8
<b>Bienes de origen minero</b>	43,5% [20,3]	Petróleo crudo Carbón	42,0% 49,1%	9,4 7,1
<b>Resto de exportaciones*</b>	-13,2% [-4,7]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café Otras manufacturas y maquinaria	-36,8% -26,5%	-3,1 -0,7
Acumulado Enero-Febrero 2017				
<b>Total</b>	27,9%			
<b>Bienes de origen agrícola</b>	14,4% [2,4]	Café Banano	29,8% 8,1%	2,4 0,2
<b>Bienes de origen minero</b>	57,6% [27,8]	Petróleo crudo Carbón	58,1% 62,5%	14,2 8,5
<b>Resto de exportaciones</b>	-6,4% [-2,3]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café Otras manufacturas y maquinaria	-19,8% -19,8%	-1,5 -0,4

\*En este rubro las agrupaciones de destinos que más aportaron al crecimiento fueron Resto de ALADI<sup>1</sup>, México y Ecuador, con ascensos anuales de 17,8%, 23,6% y 3,6%, respectivamente. Estados Unidos se contrajo anualmente 18,6%, Venezuela continua presentando descensos anuales, 79,8% en febrero.

Fuente: DANE

- En lo corrido del año, las exportaciones totales crecieron 27,9%, respondiendo en especial al crecimiento de 57,6% de los bienes de origen minero. El incremento obedece, principalmente, a la mejora en los precios internacionales de este tipo de bienes, ya que su índice de precios aumentó 72,4% anual en el acumulado a febrero, mientras que el de cantidades cayó.

<sup>1</sup> ALADI sin Ecuador, Perú, México y Venezuela.

10. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en marzo las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un incremento anual de 37,7% (según esta fuente, en febrero habían crecido 3,1%, sin embargo el incremento reportado posteriormente por el DANE fue de 7,8%).

## Importaciones

11. En febrero el valor en dólares de las importaciones CIF mostró un crecimiento anual de 5,3%. Se destaca la variación de los bienes intermedios (7,4%) y los bienes de consumo (6,1%) (**Cuadro 2**).

**Cuadro 2.** Comportamiento de las importaciones en dólares

Febrero 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
<b>Total</b>	5,3%			
<b>Bienes de capital</b>	1,1% [0,3]	Partes y accesorios de equipo de transporte Máquinas y aparatos de oficina	20,4% 2,9%	0,8 0,1
<b>Materias primas</b>	7,4% [3,5]	Combustibles Productos químicos y farmacéuticos	18,4% 8,0%	1,7 1,2
<b>Bienes de consumo</b>	6,1% [1,4]	<b>Bienes de consumo no duradero</b> Tabaco Productos farmacéuticos y de tocador <b>Bienes de consumo duradero</b> Vehículos de transporte particular Máquinas y aparatos de uso doméstico	-1,5% -80,9% -3,1% <b>15,7%</b> 21,5% 22,1%	-0,2 -0,1 -0,1 <b>1,6</b> 1,2 0,4
Acumulado Enero-Febrero 2017				
<b>Total</b>	2,8%			
<b>Bienes de capital</b>	-4,5% [-1,4]	Equipo rodante de transporte Maquinaria industrial	-49,5% -11,7%	-1,7 -0,9
<b>Materias primas</b>	4,9% [2,2]	Productos químicos y farmacéuticos Otras materias primas para la agricultura	7,9% 26,6%	1,1 0,6
<b>Bienes de consumo</b>	8,5% [1,9]	<b>Bienes de consumo no duradero</b> Productos alimenticios Bebidas <b>Bienes de consumo duradero</b> Vehículos de transporte particular Máquinas y aparatos de uso doméstico	3,0% 9,1% 16,6% <b>15,2%</b> 21,3% 10,9%	0,4 0,4 0,1 <b>1,5</b> 1,2 0,2

Fuente: DANE

12. En lo corrido del año las importaciones totales crecieron 2,8%. En este periodo el índice de precios ha mostrado una caída anual de 0,5%, mientras que el de cantidades un crecimiento de 3,3%.
13. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en marzo las importaciones CIF registraron un incremento anual de 16,2% (según esta fuente, en febrero

habían crecido 4,3%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue 5,3%).

## **II. Proyecciones de variables externas**

### **a. Escenarios de crecimiento externo**

#### **Escenario central o más probable (Cuadro 3)**

14. Así como en el informe trimestral anterior, se continúa percibiendo una mayor incertidumbre a nivel global. Esto debido a las posibles políticas que restrinjan el comercio internacional y a posibles turbulencias políticas y financieras en Europa y en China. Sin embargo, en esta ocasión se sigue suponiendo que, en el escenario central, dichos riesgos no tienen efectos significativos o no se materializan.
15. En el presente Informe se revisó ligeramente al alza el crecimiento de los socios comerciales para este año y el próximo. Si bien se espera que se mantenga en niveles bajos, se proyecta una senda positiva hacia 2018.
16. El crecimiento de los Estados Unidos no se modificó frente al pasado informe. El consumo continuaría impulsando la economía, soportado en las mejoras continuas del mercado laboral. Los recortes de impuestos y los planes de inversión en infraestructura anunciados por el nuevo gobierno, tendrían algún impacto sobre el crecimiento de 2018.
17. En este escenario se esperan dos incrementos de la tasa de política de la Fed, la que seguiría aumentando gradualmente durante 2018. El mercado asigna una probabilidad de 47% de un nuevo incremento en junio.
18. El crecimiento de la zona euro se revisó ligeramente al alza, teniendo en cuenta los buenos datos de confianza, en particular en la manufactura. Junto al consumo, las exportaciones netas estarían dando algún impulso a la economía. Para 2018 no se prevé una aceleración.
19. La política monetaria por parte del Banco Central Europeo continuaría siendo expansiva, aunque menos que lo contemplado anteriormente. Se espera que la inflación permanezca en niveles bajos.
20. En cuanto a China, el crecimiento se revisó ligeramente al alza, teniendo en cuenta los buenos resultados del cuarto trimestre de 2016 y del primero de 2017. Esta economía continuaría desacelerándose, pasando a depender más del consumo. Las autoridades seguirían tomando medidas para reducir la tasa de crecimiento del crédito. Adicionalmente las políticas de estímulo estarían encaminadas a que la desaceleración no sea tan marcada.
21. Para algunos países de América Latina el crecimiento se revisó a la baja. México estaría ahora más afectado por los elevados niveles de incertidumbre

asociados al nuevo gobierno en los Estados Unidos. En Perú y Chile, choques de oferta estarían impactando negativamente el crecimiento de 2017.

22. De nuevo, el balance de riesgos estaría sesgado a la baja. Algunos de los factores negativos que podrían afectar el crecimiento son:

- Políticas que restrinjan comercio internacional.
- Noticias negativas derivadas de la negociación del *brexit* podrían impactar los mercados.
- Los escenarios de incertidumbre política y financiera en varios países de Europa podrían materializarse.
- Posibles inestabilidades financieras en China.

23. Se sigue considerando un riesgo al alza los efectos positivos que tendría el posible impulso fiscal en los Estados Unidos.

**Cuadro 3**  
**Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales**

País o región	2017			2018		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	1,5	2,3	3,0	1,0	2,3	3,0
Zona Euro	1,2	1,7	2,2	0,5	1,7	2,2
China	6,0	6,5	6,8	5,2	6,2	6,8
Brasil	-0,5	0,5	1,5	1,0	2,5	4,0
Ecuador	-1,5	0,2	1,0	-1,5	0,5	1,5
Venezuela	-9,0	-6,0	-1,0	-3,0	0,0	1,0
Perú	2,3	3,5	4,3	3,0	4,0	5,0
México	0,5	1,6	2,5	1,0	2,2	3,0
Chile	0,8	1,8	2,8	1,0	2,6	3,5
Socios comerciales	0,8	1,8	2,6	1,1	2,4	3,1

24. En cuanto al petróleo, se espera que el acuerdo de la OPEP se siga cumpliendo parcialmente, y que la oferta de los Estados Unidos continúe en niveles altos. Por el lado de la demanda, estaría impulsado por las mejores perspectivas de crecimiento en China y en las economías avanzadas. Teniendo en cuenta estos factores, se proyecta un precio promedio de USD 54 por barril para 2017 y de 55 USD por barril para 2018 (referencia Brent).

### **b. Proyección de la balanza de pagos**

25. Con los resultados a diciembre 2016, la información disponible para lo corrido del primer trimestre y el escenario para el contexto externo presentado en la sección anterior, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2017 es de 3,6% del PIB (USD 11.052 m), con un rango entre 3,0% y 4,1%. La incertidumbre sobre las condiciones y la disponibilidad de financiamiento, así como la sensibilidad de algunos flujos de capital a las perspectivas de la actividad económica en general, determinan el rango de pronóstico.

26. El déficit en cuenta corriente proyectado para 2017 es menor al observado en 2016 cuando se ubicó en 4,4% del PIB (USD 12.541 m). Dicha corrección se explica, en su mayoría, por el menor déficit comercial de bienes, resultado de la mejora prevista en los términos de intercambio (**Cuadro 4**). Adicional a esto, se tendrían mayores ingresos por transferencias corrientes. Por el contrario se espera una ampliación del déficit de la renta factorial y de servicios, este último en menor magnitud.
27. Así, el ajuste adicional de la cuenta corriente para este año estaría explicado no por una disminución de los egresos, como sucedió el año pasado, sino por el incremento de los ingresos, principalmente por las exportaciones de bienes.
28. Para las exportaciones se proyecta un crecimiento anual de 15,3%, en especial por incrementos de los precios internacionales de los principales productos, más que de los volúmenes. Para el resto de bienes (distintos a mineros y principales agrícolas) se espera un crecimiento bajo (3%). Para las importaciones en dólares se estima un aumento anual de 3,3%, impulsado por la dinámica de la inversión y alguna apreciación real del peso.
29. Adicionalmente, se prevé un incremento en el déficit del comercio de servicios, explicado en gran medida por el mayor pago de fletes, dado el crecimiento de las importaciones y del precio de petróleo. También se contemplan aumentos de las importaciones de servicios vinculados con la actividad petrolera.
30. Asimismo, se estima un incremento de los egresos netos por renta de factores frente a lo observado en 2016, asociado al aumento de las utilidades de las empresas del sector minero-energético, y a los mayores pagos de intereses por concepto de préstamos y títulos de deuda.
31. Con respecto a la proyección presentada un trimestre atrás, el déficit corriente en dólares para 2017 se incrementó en USD 293 m, aunque como proporción del PIB se redujo de 3,7% a 3,6%, debido al efecto del tipo de cambio sobre la medición del PIB en dólares.
32. La revisión al alza en dólares del déficit corriente se explica, principalmente, por las mayores importaciones de bienes. Esto es resultado, en especial, de los datos que se encuentran disponibles para el primer trimestre. En cuanto a las exportaciones de los principales productos se espera una tasa de crecimiento muy similar a la presentada un trimestre atrás, mientras que la del resto de productos se redujo. Adicional a esto, se revisó al alza el déficit de renta factorial y los ingresos por transferencias corrientes, y a la baja el déficit de servicios no factoriales.

#### **Cuadro 4**

BALANZA DE PAGOS - (US\$ m)	2016	2017		Variación
		Central		
<b>CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)</b>	<b>-12.541</b>	<b>-11.052</b>	<b>1.489</b>	
<i>Porcentaje del PIB</i>	<i>-4,4</i>	<i>-3,6</i>	<i>0,8</i>	
<b>A. Bienes</b>	<b>-10.261</b>	<b>-6.669</b>	<b>3.592</b>	
a. Exportaciones	32.965	38.003	5.039	
Principales productos	19.712	24.366	4.653	
Resto de exportaciones	13.253	13.638	385	
b. Importaciones	43.226	44.673	1.447	
<b>B. Servicios no factoriales</b>	<b>-3.020</b>	<b>-3.417</b>	<b>-396</b>	
<b>C. Renta de los Factores</b>	<b>-4.910</b>	<b>-6.935</b>	<b>-2.025</b>	
<b>D. Transferencias corrientes</b>	<b>5.650</b>	<b>5.968</b>	<b>319</b>	

33. En cuanto a los flujos de capital, para 2017 se espera que los recursos por inversión directa, a pesar de ser menores a los registrados en 2016, sean la principal fuente de financiamiento, seguido de la inversión de portafolio y otros préstamos y créditos externos (**Cuadro 5**).
34. Los flujos por inversión extranjera directa en Colombia (IED) registrarían una caída anual de 17,9%, producto del efecto base de los recursos de la venta de Isagén en 2016. Descontado dicho efecto, la IED crecería 8,4% jalona por las mayores inversiones en el sector minero-energético.
35. Por inversión de cartera, y de acuerdo con las cifras disponibles para lo corrido del año, se prevé un monto importante de compras netas de TES por parte de inversionistas extranjeros, así como de colocación de bonos en los mercados internacionales por el Gobierno y otras entidades públicas. En el caso del sector privado, se estiman constituciones netas de activos en el exterior.
36. A lo anterior se sumarían entradas de capital relacionadas con préstamos y otros créditos externos, otorgados en su mayoría por organismos multilaterales.

### Cuadro 5

BALANZA DE PAGOS - (US\$ m)	2016	2017	
		Central	
<b>CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C+D+E)</b>	<b>-12.764</b>	<b>-11.052</b>	
<b>A. Inversión Extranjera Neta en Colombia</b>	<b>-9.076</b>	<b>-7.138</b>	
a. Extranjera en Colombia	13.593	11.154	
b. Colombiana en el Exterior	4.516	4.015	
<b>B. Inversión de Cartera</b>	<b>-3.693</b>	<b>-3.380</b>	
a. Sector Público	-4.097	-5.046	
b. Sector Privado	404	1.666	
<b>C. Instrumentos Derivados</b>	<b>-640</b>	<b>0</b>	
<b>D. Otra inversión (préstamos y otros créditos)</b>	<b>481</b>	<b>-1.094</b>	
a. Activos	2.090	1.646	
b. Pasivos	1.609	2.740	
<b>E. Activos de Reserva</b>	<b>165</b>	<b>560</b>	
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>-223</b>	<b>0</b>	

### **III. Crecimiento, demanda interna y crédito**

37. Los resultados más recientes de los indicadores de desempeño de la actividad real muestran un debilitamiento del ritmo de expansión del PIB mayor que el esperado por el equipo técnico del Banco de la República. Cabe señalar que los pronósticos de crecimiento implícitos en versiones anteriores del Informe sobre Inflación ya contemplaban los efectos de un día hábil más en febrero de 2016 y de una Semana Santa en marzo, y no en abril, como sucedió en 2017. Así las cosas, el crecimiento del producto del primer trimestre del año habría sido bajo, menor que el observado en el último cuarto del año pasado (1,6%).
38. Lo anterior se confirma con la dinámica observada de la serie desestacionalizada del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE. Dicho indicador se expandió a una tasa anual de 0,3% en febrero, una desaceleración frente al registro de enero (1,2%) y del cuarto trimestre de 2016 (1,5%). El agregado para el bimestre enero-febrero creció 0,8%.
39. Entre enero y marzo se habría registrado una recuperación de la demanda interna, impulsada principalmente por un buen dinamismo de la inversión en obras civiles. El resto de la inversión, con excepción de la de equipo de transporte, habría continuado registrando un comportamiento mediocre. El consumo total habría crecido a una tasa algo mayor que la de finales de 2016, resultado de una leve desaceleración del componente privado y de un mejor desempeño del público, esto último por cuenta del mayor nivel de ejecución de gasto en los gobiernos regionales y locales. Las exportaciones netas habrían contribuido negativamente al PIB, por cuenta de una contracción de las ventas al exterior en pesos constantes (en particular de los principales productos de exportación), y de un incremento de las importaciones reales.
40. La información de los indicadores coyunturales apoya lo anterior. De acuerdo con los resultados de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas minoristas de febrero cayeron 7,3% anual. El agregado para los primeros dos meses del año tuvo una variación de -4,4%, una desaceleración frente al registro de finales de 2016 (+4,9% anual).
41. Las ventas distintas de vehículos y combustibles también registraron una caída anual de 6,9%. El agregado del bimestre se contrajo 3,7%, lo que contrastó con el crecimiento de 2,3% del cuarto trimestre del año pasado. Este comportamiento fue menor que el proyectado por el equipo técnico.
42. Por su parte, las ventas de vehículos retrocedieron 10,4% frente al mismo mes de 2016. El agregado del bimestre cayó 8,5%, crecimiento significativamente menor que el registrado en el cuarto trimestre del año pasado, en el marco de XV Salón Internacional del Automóvil de Bogotá (20,6% anual).

43. Parte del mal comportamiento de las ventas minoristas se puede atribuir al efecto real de corto plazo que tuvo el incremento del IVA sobre el consumo de los hogares. Adicionalmente, habría culminado la anticipación de gasto por parte de las familias que se dio en el último cuarto de 2016 (en particular en bienes durables y semidurables), en respuesta al aumento del IVA en algunos productos de la canasta.
44. Otros indicadores auxiliares del consumo privado sugieren un desempeño mediocre de este rubro a comienzos de 2017. El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de marzo aumentó un poco frente a los registros de enero y febrero, pero continúa en niveles significativamente menores que el promedio calculado desde noviembre de 2001. Tanto el componente de expectativas como el de condiciones económicas actuales de los hogares se encuentran bajos.
45. La tendencia de la serie desestacionalizada del balance de ventas de febrero de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República igualmente permite anticipar que el consumo privado habría continuado desacelerándose.
46. El desempeño reciente de los indicadores de mercado laboral también apoyan las previsiones de un consumo de los hogares poco dinámico. La tendencia al alza de la tasa de desempleo para el total nacional y para las trece áreas que se venía observando desde el segundo semestre de 2016 se acentuó en los primeros dos meses de 2017. Dicho fenómeno coincide con un crecimiento lento del empleo desde hace varios meses. Para lo que resta del año se pronostica un deterioro adicional del mercado laboral.
47. Con respecto a la inversión, las cifras de importaciones de bienes de capital (en pesos constantes) sugieren que durante el primer trimestre de 2017 el agregado de las inversiones en maquinaria y equipo y en equipo de transporte habría caído, aunque a un ritmo menor que en trimestres anteriores. Los resultados de expectativas de inversión de la EMEE a febrero son afines con esta proyección.
48. En materia de comercio exterior, las cifras publicadas por el DANE de exportaciones en dólares a febrero, y la información de los boletines de la DIAN con información a marzo, permiten prever una caída real de este rubro del PIB. Este comportamiento sería coherente con el mal desempeño estimado de las cantidades exportadas. Por el contrario, para las importaciones se tendría un crecimiento moderado, pero que contrasta con el registro del segundo semestre de 2016 (-7,7%). Esto sería consistente con el desempeño previsto para la demanda interna intensiva en bienes provenientes del exterior.
49. En cuanto al endeudamiento, durante el primer trimestre del año, el de las empresas se contrajo en términos reales (utilizando el deflactor de la absorción), principalmente por el comportamiento del crédito bancario, mientras que el de los hogares mantuvo crecimientos cercanos al 9% real, debido a la aceleración

de los desembolsos de crédito de consumo. Esto en un contexto en el que la transmisión del descenso en la tasa de interés de referencia ha sido mayor a las tasas de los créditos comerciales que a las de los hogares.

50. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2017 muestran un comportamiento desfavorable, excepto para la agricultura.
51. En febrero la industria presentó una contracción de 3,2% anual (por debajo de lo esperado por la SGEE), y en lo corrido del año de 1,8%. Al excluir la refinación de petróleo, la industria cayó 5,7% en febrero y 3,3% en el año corrido.
52. Para el mismo mes, los indicadores de pedidos, existencias (contra-cíclico a la producción), y las expectativas de producción a tres meses de la Encuesta de Fedesarrollo, así como las tendencias de estas series, sugieren un deterioro adicional del sector. Como resultado, la confianza de los industriales disminuyó.
53. Con información a marzo, la demanda de energía total aumentó 0,7% anual, con lo que en el agregado del primer trimestre se observó una caída de 2,4%. Es de resaltar que durante los primeros meses de 2016 la demanda de energía aumentó por cuenta del fenómeno de El Niño por lo que parte del retroceso obedecería a un efecto de alta base de comparación. Tanto el componente regulado (-2,3%) como el no regulado (-2,7%) tuvieron una contracción anual primer trimestre del año.
54. Por su parte, el sector minero mostró un importante deterioro. En marzo, la producción de petróleo fue de 804 mil barriles diarios (mbd) (-12,3% anual), con lo cual el primer trimestre cerró con una producción promedio de 841 mbd (-11,4% anual). En parte, la caída obedece al cierre del oleoducto Caño Limón-Coveñas durante 40 días.
55. En contraste, de acuerdo con la Federación de Cafeteros en marzo la producción de café se situó en 1.020.000 sacos, lo que implicó un crecimiento anual de 8,1% y de 12,8% en el primer trimestre.
56. Así las cosas, toda la información anterior permite prever que el crecimiento anual del PIB del primer trimestre de 2017 se habría situado entre 0,8% y 1,8%, con 1,3% como cifra más probable.
57. Para 2017 se revisaron a la baja tanto el punto medio del intervalo como la amplitud del rango de pronóstico de crecimiento. Así, en este informe se espera una expansión anual del PIB que se ubicaría entre 0,8% y 2,6%, con 1,8% como cifra más probable (antes 0,7%, 2,7% y 2,0% como dato central). El rango sigue siendo amplio y continúa sesgado hacia la baja, lo que evidencia el alto nivel de incertidumbre y el riesgo implícito en las proyecciones del año en curso.

#### **IV. Comportamiento de la inflación y precios**

58. En marzo de 2017 la inflación anual al consumidor fue 4,69%, inferior a la observada un mes atrás (5,18%), completando ocho meses de caída consecutiva desde su máximo reciente (8,97%) en julio pasado (**Cuadro 8**). La variación mensual fue de 0,47%, inferior a la estimada por el mercado (0,54%) y cercana a la proyección del equipo técnico del Banco.
59. El grueso de la caída en el mes la explican los alimentos (perecederos y procesados, especialmente). También, los regulados y transables, aunque en menor magnitud. La contribución de los transables a la desaceleración de la inflación en marzo sugiere que la mayor parte del impacto alcista de la reforma tributaria (aumento en el IVA y el impuesto verde) y de la ley de licores sobre los precios al consumidor, se habría dado durante los dos primeros meses del año.

**Cuadro 8**

**Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica**

**A marzo de 2017**

Descripción	Ponderación						Participación en porcentaje en la desaceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración del año corrido
		dic-15	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17		
Total	100,00	6,77	5,75	5,47	5,18	4,69	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	5,17	5,14	5,26	5,17	5,13	8,11	3,88
Transables	26,00	7,09	5,31	5,37	5,75	5,59	7,20	4,79
No transables	30,52	4,21	4,85	4,83	5,06	5,33	-14,99	-12,15
Regulados	15,26	4,28	5,44	5,93	4,55	4,05	15,91	20,82
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>10,85</b>	<b>7,22</b>	<b>5,97</b>	<b>5,21</b>	<b>3,65</b>	<b>91,89</b>	<b>96,12</b>
Perecederos	3,88	26,03	-6,63	-10,15	-9,60	-13,09	40,68	34,98
Procesados	16,26	9,62	10,74	9,38	7,69	6,28	44,72	64,57
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	8,54	9,26	9,31	8,94	6,49	-3,43
<b>Indicadores de inflación básica</b>								
Sin Alimentos		5,17	5,14	5,26	5,17	5,13		
Núcleo 20		5,22	6,18	6,18	6,03	6,01		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. publs.		5,93	6,03	5,95	5,74	5,61		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,05	5,06	5,35	5,44		
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>		<b>5,43</b>	<b>5,60</b>	<b>5,61</b>	<b>5,57</b>	<b>5,55</b>		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

60. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, no ha presentado cambios importantes en los últimos cuatro meses, cerrando marzo en 5,55%. No obstante, los diferentes indicadores presentaron comportamientos mixtos. El IPC sin alimentos disminuyó (de 5,17% a 5,13%), al igual que el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (de 5,74% a 5,61%). El de mayor nivel, el núcleo 20, se mantuvo relativamente estable (pasó de 6,03% en febrero a 6,01% en marzo), mientras que el IPC sin alimentos ni regulados aumentó (de 5,35% a 5,44%) (**Cuadro 8**).

61. Al interior del IPC sin alimentos, la variación anual de transables (sin alimentos ni regulados) disminuyó de 5,75% en febrero a 5,59% en marzo, mientras que la del IPC de no transables (sin alimentos ni regulados) subió de 5,06% a 5,33%. Este repunte lo explica el comportamiento de los arriendos, cuya variación anual (4,43%) superó en 20 pb la observada en febrero. Esta aceleración se concentró en la ciudad de Bogotá y en especial en el IPC de ingresos medios.
62. Dentro de los no transables sin alimentos ni regulados, también aumentó el grupo Resto (de 3,91% febrero a 6,09% en marzo). Esto se explica por el incremento en servicios relacionados con la diversión (que incluye boletas de fútbol) y en los servicios financieros. También aumentaron, aunque en menor magnitud, los rubros afectados por el tipo de cambio vía costos (de 5,19% a 5,67%) e indexados (de 6,91% a 6,95%). Este último segmento viene siendo afectado por los ajustes altos en los salarios y por la activación de los mecanismos de indexación, en especial en la educación.
63. Para los regulados, la variación del IPC volvió a disminuir en marzo (4,05% frente a 4,55% en febrero). Esta caída se explica por servicios públicos (de 4,14% en febrero a 2,36% en marzo), ya que todos sus componentes desaceleraron su crecimiento anual y, en menor magnitud, por transporte (de 4,53% a 4,29%). En contraste, combustibles aumentó de 5,95% a 8,98% (debido a la base estadística de comparación y al aumento de COP 141 por galón en el precio de la gasolina).
64. Por su parte, los alimentos continuaron su senda descendente, al pasar de 5,21% en febrero a 3,65% en marzo. Esta desaceleración sin interrupción desde julio pasado, es producto del abastecimiento amplio de alimentos en los últimos meses en todo el país (gracias al clima favorable y a la reversión del fenómeno de El Niño), de la apreciación acumulada del peso en los últimos doce meses a marzo (6,42%), y del bajo incremento en los precios internacionales de los alimentos.
65. A diferencia del mes de febrero, en marzo el descenso de los alimentos fue generalizado. Los perecederos pasaron de -9,60% a -13,09% (se destacan otras hortalizas y legumbres frescas, papa y arveja), los procesados de 7,69% a 6,28% (por arroz principalmente), y las comidas fuera del hogar de 9,31% a 8,94%. Pese al descenso, esta última subcanasta se ha visto impulsada al alza por el ajuste del salario mínimo (en 7,0%) y por los elevados incrementos en el precio de la carne de res (ajuste anual superior al 17,0%), especialmente.
66. Los costos no laborales, luego de varios meses descendiendo, volvieron a repuntar en marzo. En efecto la variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) pasó de -0,17% en febrero a 0,55% en marzo. Este ascenso se explica porque el IPP importado

aumentó de -6,15% a -2,66%. Por el contrario, el IPP local cayó de 2,64% a 2,01%.

67. En cuanto a los costos laborales, en febrero los ajustes de los salarios disminuyeron en el comercio y la industria (cerrando en 6,0% en ambos casos), aunque se mantienen muy por encima de la meta de inflación. Para los salarios de la construcción, en marzo el ritmo de ajuste aumentó en vivienda (de 5,3% a 6,4%) y se mantuvo estable en la construcción pesada (4,5%). Los costos salariales vienen generando presiones inflacionarias en 2017, pese a un mercado laboral holgado.
68. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros (aplicada a comienzos de abril), la inflación esperada para diciembre de 2017 cayó de 4,49% en la encuesta de marzo a 4,39% en la de abril, al igual que lo hicieron las expectativas a doce y veinticuatro meses (de 3,85% a 3,65% y de 3,48% a 3,40%, respectivamente). Las expectativas obtenidas de la encuesta trimestral (de abril) también disminuyeron y se situaron en 4,77% para diciembre de 2017, 4,39% para marzo de 2018 y 4,16% para marzo de 2019.
69. En cuanto a las expectativas de inflación que se extraen de los títulos de deuda pública continúan con su tendencia a la baja. Las inflaciones implícitas según Breakeven Inflation (BEI), disminuyeron 60 pb, 41 pb y 24 pb para los plazos a 2, 3 y 5 años, y se ubicaron en 3,26%, 3,21% y 3,17% respectivamente. La Forward BEI (FBEI) para lo restante de 2017 es 3,26%. El FBEI para 2018 es 3,15%, para 2019 es 3,09% y para 2020 es 3,09%.