



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

FEBRERO DE 2017

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. Los datos disponibles sugieren que el crecimiento de los socios comerciales del país continúa siendo muy modesto, de acuerdo a lo previsto en el Informe sobre Inflación de diciembre. Sin embargo, los datos de las economías avanzadas en lo corrido de 2017 indican que se estaría presentando una mejoría en su actividad económica. En particular, los datos del mercado laboral estadounidense de febrero fueron mejor que lo esperado (se generaron 235 mil empleos y se pronosticaban 200 mil) y el PMI manufacturero de la zona del euro habría alcanzado en febrero el registro más alto de los últimos 70 meses. En América Latina, los datos disponibles sugieren que el crecimiento continúa siendo mediocre.
2. En la mayoría de economías avanzadas la inflación mantiene una tendencia al alza. En los Estados Unidos, a febrero, la inflación anual se ubicó en 2,7% y se espera que continúe el por encima del 2% durante 2017. Aunque la inflación de la zona del euro muestra una tendencia creciente y en febrero fue de 2%, la inflación básica se mantiene relativamente estable. En América Latina la inflación ha disminuido o se ha estabilizado en la mayoría de países, excepto México, en donde en los primeros meses del año se han observado incrementos importantes.
3. La Reserva Federal incrementó la tasa de interés en su reunión de marzo, de acuerdo con lo que esperaba el mercado. De la comunicación de esta decisión, los analistas interpretaron que el aumento de tasas se daría de manera más gradual que lo anticipado por el mercado en las últimas semanas. Por otro lado, el mercado anticipa que el Banco Central Europeo (BCE), sea menos expansivo en el futuro pues podría estar contemplando incrementos de su tasa de política incluso antes de finalizar su programa de compras de activos.
4. Por otra parte, durante las primeras semanas de marzo las monedas latinoamericanas se depreciaron. Sin embargo, en los últimos días esta tendencia se revirtió a pesar del aumento de la tasa de interés de la Fed.
5. El 8 de marzo los precios internacionales del petróleo mostraron una importante caída, en respuesta a la noticia de mayores inventarios en los Estados Unidos. Posteriormente la tendencia decreciente en la cotización ha continuado.
6. Las tasas de los bonos de las economías desarrolladas se sostienen en niveles mayores a los observados en los últimos años. Adicionalmente en lo corrido de 2017, los índices bursátiles continúan presentado una tendencia positiva a nivel

global. En Europa se observó una caída importante en los indicadores de volatilidad financiera, que se explica por los resultados electorales en Holanda.

Exportaciones (Cuadro 1)

7. En enero el valor en dólares de las exportaciones registró un crecimiento anual de 39,9% debido a incrementos en todos los grupos de bienes. Se destaca el aumento anual de las ventas externas de los bienes de origen minero (68,1%) y agrícola (34,4%) (**Cuadro 1**).
8. El crecimiento anual de las exportaciones totales se debe a un efecto de precios (el índice subió 44,6% anual versus un descenso de 3,3% en el de cantidades), concentrado en el grupo minero (índice de precios aumentó 77,9% anual frente a -5,5% del de cantidades). Por su parte, el crecimiento del valor de las ventas de bienes de origen agrícola respondió a un efecto conjunto de precios (16,3%) y cantidades (15,5%).

Cuadro 1. Comportamiento de las exportaciones en dólares

Enero de 2017				
	Variación anual (Contribución)	Rubros con mayor contribución a la var. anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual
Total	39,9%			
Bienes de origen agrícola	34,4%	Café	44,5%	3,7
		Banano	47,3%	1,0
		Flores	8,4%	0,4
		Contribución del grupo		
Bienes de origen minero	68,1%	Petróleo crudo	64,1%	17,3
		Carbón	81,6%	10,3
		Refinación	79,2%	4,4
		Oro	65,0%	2,6
		Ferroniquel	-30,8%	-0,4
Contribución del grupo			34,1	
Resto de exportaciones*	2,0%	Manufacturas de metal	50,3%	0,4
		Alimentos, bebidas y tabaco sin café	5,6%	0,4
		Resto de productos	311,9%	0,4
		Resto de exportaciones sector minero	-85,3%	-0,6
		Maquinaria y equipo	-31,1%	-0,8
Contribución del grupo			0,7	

*En este rubro los destinos que más aportaron al crecimiento fueron Estados Unidos, México y Perú, con ascensos anuales de 10,5%, 70,2% y 19,4%, respectivamente. Venezuela continua presentando descensos anuales, 76,2% en enero.

Fuente: DANE

9. El índice de precios de las importaciones totales registró una caída anual de 3,0%, mientras que el índice de cantidades creció 3,3%. Lo anterior indicaría que las importaciones aumentaron por un efecto de cantidades.
10. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en febrero las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un incremento anual de 3,1% (según esta fuente, en enero habían crecido 26,3%, sin embargo el incremento reportado posteriormente por el DANE fue de 27,0%).

Importaciones (Cuadro 2)

11. En enero el valor en dólares de las importaciones CIF mostró un crecimiento anual de 0,3%, al cual tuvo un aporte positivo las compras externas de bienes de consumo (11,1%) e intermedios (2,2%). Las importaciones de bienes de capital descendieron 9,2% anual (**Cuadro 2**).
12. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en febrero las importaciones CIF registraron un crecimiento anual de 8,5% (según esta fuente, en enero habían caído 0,2%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue un ascenso de 0,3%).

Cuadro 2. Comportamiento de las importaciones en dólares

Enero de 2017				
	Variación anual	Rubros con mayor contribución a la var. anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual
Total	0.3%			
Bienes de capital	-9.2%	Equipo rodante de transporte	-60.0%	-2.9
		Maquinaria industrial	-17.9%	-1.5
		Máquinas y aparatos de oficina	-4.2%	-0.2
		Contribución del grupo		
Materias primas	2.2%	Productos químicos y farmacéuticos	7.8%	1.1
		Productos mineros (para la industria)	6.7%	0.5
		Productos alimenticios	7.6%	0.5
		Combustibles	-27.5%	-2.3
		Contribución del grupo		
Bienes de consumo	11.1%	Bienes de consumo no duradero	7.9%	0.9
		Productos alimenticios	20.2%	0.8
		Bebidas	31.1%	0.2
		Bienes de consumo duradero	14.8%	1.5
		Vehículos de transporte particular	21.1%	1.2
		Objetos de adorno, uso personal y otros	11.7%	0.2
		Contribución del grupo		

Fuente: DANE

13. Respecto a la balanza de pagos, durante 2016 la cuenta corriente registró un déficit de USD12.541 m, inferior en USD6.239 m al de un año atrás (cuadro 3). Como proporción del PIB, el déficit se ubicó en 4,4%, lo que significó una reducción de 2,0 puntos porcentuales (pp.) frente al déficit de 2015. El menor déficit corriente fue resultado de una importante caída de los egresos corrientes (USD10.180 m), la cual más que compensó la reducción de los ingresos (USD3.940m) especialmente por la caída de las exportaciones de bienes.
14. Por componentes, la reducción del déficit corriente estuvo explicada por el menor desbalance comercial de bienes (USD3.709 m) y servicios (USD1.516 m), por los menores egresos netos por renta factorial (USD 616 m) y por el incremento de los ingresos por transferencias corrientes (USD 398 m).
15. En cuanto a la cuenta financiera, en 2016 los flujos de capital registraron entradas netas por USD12.764 m, de los cuales USD24.108 m correspondieron a ingresos de capital extranjero y USD11.820 m a salidas de capital colombiano para adquirir activos en el exterior. Del total de ingresos, la inversión extranjera directa (IED) fue la principal fuente de financiación al representar el 56%, seguido por la inversión de portafolio en el mercado local con 24%, en su mayoría compra de TES por inversionistas extranjeros. La colocación de títulos en los mercados internacionales representó el 12%, mientras que el restante 8% correspondió a préstamos y otros créditos externos, principalmente con la banca multilateral.
16. En comparación con lo observado un año atrás, durante 2016 la cuenta financiera de la balanza de pagos registró menores flujos netos de capital por USD5.529 m. Esto debido principalmente al incremento de las salidas de capital colombiano para adquirir activos en el exterior, aunque también se presentó una leve reducción de las entradas de capital extranjero.

Cuadro 3. Comportamiento de las importaciones en dólares

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2015	2016	Variación
CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)	-18.780	-12.541	6.239
Porcentaje del PIB	-6,4	-4,4	2,0
A. Bienes	-13.970	-10.261	3.709
a. Exportaciones	38.080	32.965	-5.115
Principales productos	23.854	19.712	-4.141
Resto de exportaciones	14.226	13.253	-973
b. Importaciones	52.050	43.226	-8.824
B. Servicios no factoriales	-4.536	-3.020	1.516
C. Renta de los Factores	-5.526	-4.910	616
D. Transferencias corrientes	5.251	5.650	398

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

17. La información disponible de oferta y demanda sugiere que el crecimiento anual de la economía colombiana a comienzos del año continuó siendo débil, y algo menor que lo esperado.
18. Por el lado de la demanda, de acuerdo con la información a enero de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), las ventas minoristas (sin combustibles) cayeron 1,4% frente al mismo mes de 2016. Esta cifra representó un deterioro, tanto del nivel, como del crecimiento del indicador con respecto al del cuarto trimestre del año pasado.
19. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante retrocedió 0,7% anual. El nivel de enero también fue menor que aquel alcanzado hacia finales del año pasado. Adicionalmente, el componente tendencial de la serie sugiere un estancamiento desde mediados de 2016. Las líneas de mercancía con mayores contribuciones a la caída fueron repuestos y partes de vehículos, productos de aseo personal, y calzado y artículos de cuero. Lo anterior no fue compensado por el incremento de las ventas de electrodomésticos y muebles para el hogar. Cabe señalar que las ventas de bienes de consumo durable de este tipo presentaron un aumento importante en los meses de noviembre, diciembre y enero que puede obedecer a la anticipación de este tipo de gasto por parte de las familias en respuesta al incremento del IVA.
20. Las ventas de automotores cayeron 6,0% anual, restando 0,7 puntos porcentuales (pp) al crecimiento del agregado. Los niveles observados de la serie son similares a los registrados en promedio para la primera parte de 2016.
21. Algo similar sugiere la cifra del balance de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República de enero, el cual mostró nuevamente un estancamiento en dicho mes.
22. Con información a febrero, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo se recuperó levemente frente al registro de enero, pero continúa en niveles históricamente bajos, lejos del promedio calculado desde noviembre de 2001. El componente de condiciones económicas no cambió significativamente frente al nivel del mes anterior, mientras que el de expectativas mostró alguna mejora, aunque continuó bajo.

23. También con cifras a febrero, los registros de matrículas publicados por ANDI y Fenalco cayeron 11,6% anual. Dicho retroceso se dio tanto para el caso de vehículos de uso particular (-12,9%) como de uso comercial (-9,9%).
24. El desempeño reciente de los indicadores de empleo también sugiere un bajo dinamismo del consumo privado. Con cifras a enero, se observaron pocos cambios en las tendencias de los indicadores de mercado laboral. Al descontar el efecto estacional, las series de tasa de desempleo muestran una tendencia ascendente para el total nacional y las trece áreas, más marcada en el último caso. Adicionalmente, cabe señalar que en el trimestre móvil terminado en enero se observó una desaceleración importante en el empleo asalariado, y que el número de no asalariados aumentó frente al mes anterior.
25. Así, se prevé un bajo dinamismo del consumo privado durante el primer trimestre del año. En particular, el consumo de bienes durables no contribuiría de manera significativa al crecimiento de este componente del PIB.
26. Con respecto a la formación bruta de capital distinta de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles, en enero el balance de expectativas de inversión de la EMEE registró un leve aumento, aunque su componente tendencial sigue mostrando caídas. Algo similar señala el comportamiento de las importaciones de bienes de capital de enero (llevadas a pesos constantes). Lo anterior sugiere que este renglón del PIB continuaría contrayéndose durante el primer trimestre, aunque a un menor ritmo que el del cuarto trimestre de 2016.
27. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el primer trimestre del año sugieren un debilitamiento adicional en actividades como la industria, la minería, el comercio y la producción de energía. Por el contrario, para el sector agrícola las cifras señalan mejorías.
28. De acuerdo con el DANE, en enero la producción industrial total (IPI) cayó 0,2%. Parte del error de pronóstico se explica por el de la refinación de petróleo. Al excluir refinación, las manufacturas restantes se contrajeron a una tasa anual de 0,6%. El componente tendencial permanece con pendiente levemente positiva.
29. Adicionalmente, la encuesta de Fedesarrollo para el mes de enero señala que en el caso de la industria se observaron comportamientos dispares. Mientras que el indicador de pedidos mejoró levemente frente al mes anterior, el de existencias (que es contra cíclico) experimentó un deterioro y su componente tendencial sugiere un debilitamiento del sector. Por otra parte, las expectativas

desmejoraron respecto al mes anterior, pero la alta volatilidad en el indicador no permite establecer una tendencia clara. Por el momento, el componente tendencial no sugiere cambios importantes en las tendencias observadas. Dado todo lo anterior, en enero el indicador de confianza empresarial que se construye a partir de las variables anteriores continuó mostrando caídas. El dato de febrero mostró un nuevo retroceso frente al de un mes atrás.

30. La producción de petróleo siguió disminuyendo en términos anuales (-12,9%) y se situó en 855 miles de barriles diarios, nivel similar al de los últimos meses.
31. En lo que respecta a la construcción, en enero la producción y los despachos de cemento cayeron 6,0% y 2,8%, en su orden. Además, en el mismo mes se observó una contracción de 12% para las licencias de construcción (viviendas - 4,5% y otros destinos - 29,7%).
32. Con información para febrero, la demanda de energía total cayó 5,0% anualmente. La tendencia muestra un aplanamiento. Los componentes regulado y no regulado cayeron 4,8% y 5,6% anual, respectivamente.
33. En contraste con todo lo anterior, la producción de café se situó por encima del millón de sacos de 60 kg (1.293.000), lo que implicó una expansión de 18,0% en febrero. En el año corrido la producción creció 15,1%.
34. Para todo 2017 se sigue esperando un crecimiento de 2,0% para el año completo. Los distintos componentes de la demanda tendrían un crecimiento más balanceado que el observado en 2016. En particular se prevé un buen desempeño de la inversión de obras civiles, lo cual permitiría un mayor dinamismo de la inversión. Sin embargo, a la fecha aún no se conoce información sobre el desempeño reciente de este rubro.

III. Comportamiento de la inflación y precios

35. La inflación anual al consumidor en febrero de 2017 fue 5,18%, inferior a la observada un mes atrás (5,47%). Con esto se completan siete meses de descensos ininterrumpidos desde su máximo reciente (8,97%) en julio pasado (**Cuadro 4**). La variación mensual fue de 1,01%, nivel inferior al estimado por el mercado (1,16%) y por el equipo técnico del Banco. En el mes, la caída de la inflación anual total se explica exclusivamente por los IPC de alimentos procesados y de regulados.

36. Durante los dos primeros meses del año se habría sentido el efecto de la reforma tributaria (por el cambio en el IVA, el impuesto verde) y de la Ley de Licores.

Cuadro 4

Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A febrero 2017

Descripción	Ponderación					Participación	
		dic-15	dic-16	ene-17	feb-17	en porcentaje en la desaceleración del mes	en porcentaje en la desaceleración del año corrido
Total	100,00	6,77	5,75	5,47	5,18	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	5,17	5,14	5,26	5,17	21,60	0,13
Transables	26,00	7,09	5,31	5,37	5,75	-28,35	-15,39
No transables	30,52	4,21	4,85	4,83	5,06	-25,48	-9,64
Regulados	15,26	4,28	5,44	5,93	4,55	75,43	25,16
Alimentos	28,21	10,85	7,22	5,97	5,21	78,40	99,87
Perecederos	3,88	26,03	-6,63	-10,15	-9,60	-11,52	29,94
Procesados	16,26	9,62	10,74	9,38	7,69	90,64	82,12
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	8,54	9,26	9,31	-0,72	-12,19
Indicadores de inflación básica							
Sin Alimentos		5,17	5,14	5,26	5,17		
Núcleo 20		5,22	6,18	6,18	6,03		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		5,93	6,03	5,95	5,74		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,05	5,06	5,35		
Promedio indicadores inflación básica		5,43	5,60	5,61	5,57		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

37. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, no presentó cambios de importancia en febrero, al igual que había sucedido en enero, manteniéndose cercana a 5,60%.

38. Entre enero y febrero se observaron caídas en tres de los cuatro indicadores de inflación básica. El IPC sin alimentos pasó de 5,26% a 5,17%, el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos de 5,95% a 5,74%, y el núcleo 20 de 6,18% a 6,03%, siendo este último el de mayor nivel. En contraste, el IPC sin alimentos ni regulados aumentó de 5,06% a 5,35% (**Cuadro 4**).

39. Al interior del IPC sin alimentos, la variación anual de transables (sin alimentos ni regulados) aumentó de 5,37% en enero a 5,75% en febrero. Durante estos dos meses se observó un quiebre en la tendencia decreciente que mostró este indicador durante el segundo semestre del año pasado y que obedecía a que la transmisión de la depreciación acumulada del peso, desde mediados de 2014 y hasta comienzos de 2016, estaba cediendo. En los dos últimos meses, el impacto de la reforma tributaria y de la Ley de Licores habría contrarrestado esta tendencia.

40. El ajuste anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados subió de 4,83% en enero a 5,06% en febrero. Este repunte está asociado con los precios de los arriendos, cuya variación anual de 4,0% en enero aumentó a 4,23% en febrero y también con el repunte de otros rubros indexados que pasaron de 6,15% a 6,91%. En este último caso, se observó un aumento significativo en los ajustes de educación como matrículas y pensiones, de 6,2% en enero a 7,0% en febrero. Asimismo en el caso de salud en rubros como consulta médica general y especializada, pagos complementarios y otros, los ajustes se mantuvieron por encima del 6,0%. Para estos dos casos, el incremento del salario mínimo y otros salarios en 7,0% (como se muestra a continuación), al igual que la activación de mecanismos de indexación, estarían explicando las alzas muy por encima de la meta de inflación. Cabe señalar que estos rubros de salud y de educación no se vieron afectados por la reforma tributaria.
41. La variación del IPC de regulados disminuyó en febrero con respecto a enero (de 4,55% a 5,93%). Esta caída se explica por servicios públicos (de 6,35% a 4,14%) y transporte (de 6,07% a 4,53%). En el primer caso, el IPC de tarifas de energía cayó en el mes, gracias, principalmente, a reducciones en Bogotá y Barranquilla por un menor costo de generación. Como se menciona más adelante, estas disminuciones se estarían revirtiendo en buena parte durante marzo.
42. Dentro de regulados, el subgrupo de combustibles aumentó (de 4,27% a 5,95%) por base de comparación estadística. En febrero no se decretó un alza en el precio de la gasolina, lo cual estaría indicando que a enero ya se había incorporado por completo los COP 135 del impuesto verde.
43. En cuanto a los alimentos, en febrero continuó el descenso marcado de la variación anual de sus precios (5,21% frente a 5,97% en enero y 15,71% en el máximo alcanzado en julio de 2016). El clima favorable y la reversión del efecto del fenómeno de El Niño, la apreciación acumulada en los doce últimos meses a febrero (14,17%) y el aumento de la oferta agropecuaria, explican este comportamiento.
44. Sin embargo, a diferencia de meses previos, el descenso se concentró en los alimentos procesados, gracias al buen comportamiento de los precios de productos como azúcar, arroz y chocolate, entre otros. Los perecederos, por el contrario, aumentaron (de -10,15% a -9,60%) por primera vez desde julio del año pasado. Comidas fuera del hogar mantuvo alzas cercanas a 9,30%. Este rubro habría seguido impulsado por el ajuste del salario mínimo en 7% y

por los incrementos en el precio de la carne (todavía superiores al 17,0% anual en febrero pese a algunos descensos), aunque no se descarta que la reforma tributaria también haya tenido un efecto alcista.

45. Las presiones de los costos no laborales continuaron cediendo en febrero, según la variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados). La variación anual de este indicador pasó de 0,88% en enero a -0,16% en febrero. Las variaciones anuales de los componentes del IPP local (2,64%) e importado (-6,15%) volvieron a caer en este mes (en 59 pb y 198 pb, respectivamente).
46. En cuanto a los costos laborales, los ajustes de los salarios mostraron incrementos importantes en los casos del comercio y la industria en el mes de enero (7,5% y 6,9%, respectivamente), muy por encima de la meta del 3%. En febrero, el ritmo de ajuste de los salarios de la construcción siguió fluctuando entre 4% y 5%. Los costos salariales se perfilan como una fuente de presiones inflacionarias en 2017, pese a un mercado laboral que no está apretado.
47. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros (aplicada a comienzos de marzo), la inflación esperada para diciembre de 2017 cayó de 4,61% en febrero a 4,49%, al igual que lo hicieron las expectativas a doce (de 4,09% a 3,85%) y veinticuatro meses (de 3,61% a 3,48%). Por último, en promedio para lo corrido de marzo (hasta el 22) frente a los datos promedio de febrero, las inflaciones implícitas (Breakeven Inflation, BEI) que se extraen de los TES denominados en pesos y UVR disminuyeron 70 pb, 56 pb y 35 pb para los plazos a 2, 3 y 5 años respectivamente. De esta forma, los datos promedio del BEI en lo corrido de marzo para estos plazos se ubican en 4,0%, 3,72%, y 3,46%. Adicionalmente otros indicadores de expectativas de inflación (Forward Breakeven Inflation, FBFI) a plazos de 2,3 y 4 años están por encima pero más cercanas a la meta.