



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

JUNIO DE 2017

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. La economía mundial siguió expandiéndose a un ritmo moderado en el segundo trimestre, impulsada por la demanda interna de las economías avanzadas y de China. Sin embargo en América Latina el desempeño continuó siendo muy mediocre con poca evidencia de recuperación, salvo algunas excepciones.
2. En los Estados Unidos (EEUU), en el primer trimestre la inversión no residencial pasó a ser el principal motor de crecimiento, seguido por el consumo. El mercado espera para el segundo trimestre un mayor crecimiento con respecto al primero. Esto parece estar soportado por buenos resultados de los indicadores de confianza, producción y mercado laboral.
3. A pesar de lo anterior, la inflación en los EEUU ha disminuido en los últimos cuatro meses, ubicándose en junio en 1,6% anual. Algo similar se ha observado en la inflación núcleo, la cual registró un 1,7% anual en este mismo mes. Este fenómeno se atribuye a presiones bajistas temporales, explicadas por servicios de telefonía celular y medicinas.
4. Como resultado de lo anterior, el mercado ha revisado sus expectativas de inflación, la cual solo se ubicaría por encima de la meta implícita de 2% de la Reserva Federal (Fed) hacia el segundo trimestre del 2018.
5. La información disponible sobre la zona del euro (ZE) para el segundo trimestre sugiere que esta continuaría su ritmo favorable de expansión. Así como en los EEUU, en el primer trimestre la inversión pasó a ser el principal motor del crecimiento.
6. Los datos del segundo trimestre del año sugieren que este comportamiento continuaría. La confianza de consumidor se estaría ubicando en los niveles más altos de los últimos 16 años y los PMI manufactureros habrían seguido aumentando.
7. La inflación de la ZE también ha disminuido en los últimos meses. En junio registró un 1,3% anual, debido principalmente a los menores precios de los alimentos.
8. Al segundo trimestre la economía china 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%).
9. En América Latina, la información del crecimiento del PIB para el primer trimestre, muestra desaceleraciones en Chile, Perú y Colombia. La información mensual de actividad económica disponible sugiere que en el segundo trimestre las economías de la región continuarían creciendo significativamente por debajo de lo observado en años anteriores, excepto en México donde las proyecciones se han revisado al alza.
10. La inflación a junio en América Latina muestra una tendencia descendente, con excepción de México. Esto último podría ser asociado a la depreciación acumulada del peso mexicano y el alza reciente de los precios de los combustibles.

11. Los términos de intercambio de Colombia durante el segundo trimestre han mostrado alguna disminución con respecto al primero, explicada principalmente por los menores precios del petróleo. En los últimos meses se ha hecho evidente que un precio cercano a los USD 54 por barril estimula la oferta de crudo. Aunque los términos de intercambio de Colombia muestran una recuperación con respecto a 2016, en lo corrido de 2017 estos han disminuido.

Exportaciones

12. En mayo el valor en dólares de las exportaciones registró un crecimiento anual de 23,4%, explicado por aumentos en todos sus grupos de bienes. Se destaca nuevamente la variación de las ventas de bienes de origen minero, 33,2% anual, así como la recuperación de los bienes de origen agrícola y del resto de exportaciones (Cuadro 1).

Cuadro 1. Comportamiento de las exportaciones en dólares

Mayo de 2017				
	Variación anual [contribución]	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la var. anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual del total
Total exportaciones	23.4%			
Bienes de origen agrícola	24,7% [3,5]	Banano Café	46.2% 26.5%	1.8 1.4
Bienes de origen minero	33,2% [18,2]	Carbón Oro	88.5% 76.7%	13.8 2.7
Resto de exportaciones*	5,7% [1,8]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café Maquinaria y equipo	33.7% 64.7%	1.8 0.8
Acumulado Enero-Mayo de 2017				
Total exportaciones	24.9%			
Bienes de origen agrícola	10,2% [1,7]	Café Banano	19.6% 7.6%	1.6 0.3
Bienes de origen minero	47,1% [23,4]	Carbón Petróleo crudo	72.0% 34.5%	9.7 8.9
Resto de exportaciones	-0,7% [-0,2]	Vehículos automotores y otros transporte Productos químicos	-15.2% -1.8%	-0.3 -0.2

*En este rubro los destinos que más aportaron al crecimiento fueron Estados Unidos, Ecuador y la Unión Europea, con incrementos anuales en mayo de 28,5%, 7,6% y 10,0% respectivamente.

Fuente: DANE

13. En lo corrido del año, las exportaciones totales crecieron anualmente 24,9%, respondiendo en mayor medida al aumento de 47,1% en las ventas externas de los bienes de origen minero. El grupo resto de exportaciones es el único que presenta contracción anual (-0,7%).
14. Para este periodo el valor de las exportaciones crece como consecuencia de mejoras en los precios, reflejadas en su índice, con un importante aumento anual de 27,2%, mientras que el índice de cantidades disminuye levemente (-1,5%). Esta mejora en

los precios se da en los tres grupos de bienes, destacándose en los de origen agrícola (variación de 43,3% anual).

15. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en junio las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un crecimiento anual de 6,1% debido en mayor medida al comportamiento de las ventas externas de carbón y café (según esta fuente, en mayo este grupo de exportaciones había variado 33,6%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue 35,0%). Utilizando también este avance, se calcula una aproximación al grupo resto de exportaciones, indicando que crece en junio 15,1% anual.

Importaciones

16. En mayo el valor en dólares de las importaciones CIF mostró un crecimiento anual de 4,0%, al cual aportó el incremento de las compras externas de equipo de capital y de materias primas (Cuadro 2).
17. En cuanto a los bienes de consumo, en mayo registraron una caída anual de 1,8%, explicada por las menores importaciones tanto de bienes no duraderos como de duraderos, que registraron una contracción anual de 2,3% y 1,1%, respectivamente.

Cuadro 2. Comportamiento de las importaciones en dólares

Mayo de 2017				
	Variación anual [contribución]	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la var. anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual del total
Total importaciones	4,0%			
Bienes de capital	8,8% [2,6]	Maquinaria industrial	17,5%	1,2
		Equipo rodante de transporte	21,3%	0,5
Materias primas	4,0% [1,8]	Combustibles	13,2%	1,0
		Productos químicos y farmacéuticos	5,6%	0,9
Bienes de consumo	-1,8% [-0,4]	Bienes de consumo no duradero	-2,3%	-0,3
		Productos alimenticios	-20,2%	-1,0
		Bienes de consumo duradero	-1,1%	-0,1
		Vehículos de transporte particular	-10,9%	-0,7
Acumulado Enero-Mayo de 2017				
Total importaciones	6,7%			
Bienes de capital	10,4% [3,1]	Equipo rodante de transporte	65,6%	1,8
		Partes y accesorios de equipo de transporte	12,0%	0,5
Materias primas	6,8% [3,2]	Productos mineros	9,4%	0,8
		Productos químicos y farmacéuticos	5,5%	0,8
Bienes de consumo	2,0% [0,5]	Bienes de consumo no duradero	-2,0%	-0,3
		Productos alimenticios	-6,3%	-0,3
		Tabaco	-36,3%	-0,1
		Bienes de consumo duradero	6,9%	0,7
		Vehículos de transporte particular	7,5%	0,4
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	7,7%	0,2

Fuente: DANE

18. En lo corrido del año las importaciones totales crecieron 6,7% anual. En este periodo el índice de cantidades y el de precios mostraron un incremento de 5,2% y 1,4%, respectivamente. Lo anterior indicaría que a pesar de que el aumento de las importaciones se debe a un efecto conjunto, es más relevante el aporte de las cantidades, que se concentra en los bienes de capital.
19. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en junio las importaciones CIF registraron un incremento anual de 3,1% (según esta fuente, en mayo habían crecido 2,2%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue un ascenso de 4,0%).

II. Proyecciones de variables externas

a. Escenarios de crecimiento externo

Escenario central o más probable (Cuadro 3)

20. En este informe se registraron pocos cambios en el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales del país, frente a lo presentado en el informe trimestral de marzo. Se sigue esperando una recuperación en todo 2017 frente a 2016, con un segundo semestre de este año algo más dinámico que el primero.
21. El crecimiento de los Estados Unidos se redujo con respecto a hace un trimestre, teniendo en cuenta que el dato del primer trimestre fue inferior a lo esperado por el mercado. El consumo continuaría impulsando la economía, soportado en las mejoras continuas del mercado laboral.
22. En el escenario central se espera un alza en la tasa de interés de política de la Reserva Federal (Fed), en lo restante de 2017 y otra en 2018. Así a finales de 2018, su límite superior se ubicaría en 1,75%. El escenario central no contempla los posibles efectos que causaría el programa de reducción de hoja de balance recientemente anunciado por la Fed.
23. El crecimiento de la Zona Euro (ZE) se revisó ligeramente al alza para 2017, teniendo en cuenta los buenos datos observados. El panorama político ha mejorado considerablemente en los últimos meses, lo cual ayuda a la confianza de consumidores y empresarios.
24. Para este informe se espera que el crecimiento de la ZE se desacelere en 2018, debido al impacto del Brexit.
25. La política monetaria por parte del Banco Central Europeo continuaría siendo expansiva, aunque menos que lo contemplado anteriormente, dados los anuncios recientes. Se espera que la inflación continúe en niveles bajos.
26. En cuanto a China, se revisó ligeramente al alza el crecimiento para todo 2017, teniendo en cuenta los buenos resultados del primer y segundo trimestres. Hacia adelante esta economía continuaría desacelerándose, pasando a depender más del consumo. Se espera que se continúen tomando medidas para reducir la tasa de

crecimiento del crédito, lo cual sugiere una política monetaria futura más contractiva. Adicionalmente, las medidas de estímulo fiscal por parte del gobierno continuarán activas para que la desaceleración no sea tan marcada.

27. De nuevo el balance de riesgos estaría sesgado a la baja. Algunos de los riesgos que podrían afectar negativamente el crecimiento son:

- Los niveles de apalancamiento en China continúan representando un riesgo para la estabilidad financiera global.
- El choque negativo sobre la inversión si no se efectúan reducciones en impuestos en los EEUU, de acuerdo con algunos analistas.

28. En contraste, un riesgo al alza es que la baja inflación sea persistente por razones estructurales, lo cual permitiría una política monetaria más expansiva en la ZE o los EEUU que la contemplada en el escenario central.

29. Dado lo observado durante el 2017 es razonable pensar que un precio del petróleo referencia Brent cercano a lo pronosticado para el informe de marzo (54 dólares por barril) estimula excesivamente la oferta mundial del mismo. Sin embargo varios factores evitarían que cayera aún más:

- El acuerdo de la OPEP se seguiría cumpliendo parcialmente.
- La recuperación del crecimiento en las economías avanzadas favorecería los precios.

Teniendo en cuenta estos factores, se proyecta un precio promedio de USD 51 por barril (que implica un precio de 48.5 USD en promedio para lo que resta del año) (referencia Brent) para 2017 y de 52 USD por barril para 2018.

Cuadro 3

Escenarios de crecimiento para los principales socios comerciales

País o región	2017			2018		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	1,8	2,2	2,6	1,0	2,2	3,0
	1,5	2,3	3,0	1,0	2,3	3,0
Zona Euro	1,4	1,8	2,2	0,5	1,6	2,2
	1,2	1,7	2,2	0,5	1,7	2,2
China	6,2	6,6	6,8	5,2	6,2	6,8
	6,0	6,5	6,8	5,2	6,2	6,8
Brasil	-0,3	0,4	1,0	0,4	2,1	3,2
	-0,5	0,5	1,5	1,0	2,5	4,0
Ecuador	-1,5	0,0	0,8	-1,5	0,5	1,5
	-1,5	0,2	1,0	-1,5	0,5	1,5
Venezuela	-10,0	-7,0	-2,0	-5,0	-1,0	1,0
	-9,0	-6,0	-1,0	-3,0	0,0	1,0
Perú	2,4	3,0	3,6	3,0	4,0	5,0
	2,3	3,5	4,3	3,0	4,0	5,0
México	1,2	2,0	2,8	1,0	2,2	3,0
	0,5	1,6	2,5	1,0	2,2	3,0
Chile	0,8	1,4	2,0	1,0	2,6	3,5
	0,8	1,8	2,8	1,0	2,6	3,5
Socios comerciales	1,1	1,8	2,4	1,2	2,3	3,0
	1,5	1,8	3,0	1,0	2,3	3,0

b. Proyección de la balanza de pagos

30. Con los resultados a marzo 2017, la información disponible para lo corrido del segundo trimestre y el escenario de contexto externo presentado en la sección anterior, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2017 es de 3,7% del PIB (USD 11.461 m) en el escenario central, con una estimación de 3,3% para el escenario de bajo crecimiento de los socios comerciales y de 4,2% para el escenario alto. 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 los escenarios.
31. El déficit en cuenta corriente proyectado para 2017 es menor al observado en 2016 cuando se ubicó en 4,3% del PIB (USD 12.236 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 y un déficit de servicios similar al de un año atrás. Por el contrario, se espera una ampliación del déficit de la renta factorial, debido en buena parte a la mejora de los precios de exportación.
32. Así, el ajuste adicional de la cuenta corriente para 2017 estaría explicado no por una disminución de los egresos, como sucedió el año pasado, sino por el incremento de los ingresos, principalmente por exportaciones de bienes.
33. Para las exportaciones de bienes se estima un crecimiento anual de 10,9% en el escenario central, en especial por incrementos de los precios internacionales de los principales productos. Para el resto de bienes (distintos a mineros y principales agrícolas) se espera un crecimiento anual de 5,3%. En cuanto a las importaciones en dólares, se prevé un aumento anual de 4%, impulsado principalmente por el crecimiento observado en la primera mitad del año.
34. Adicionalmente, se espera que el comercio de servicios alcance en 2017 un déficit similar al observado un año atrás. Por un lado se estima un crecimiento de los ingresos, asociados en gran medida al turismo, esto debido al mayor número y gasto esperado de viajeros extranjeros en Colombia. En cuanto a los egresos, se prevé un 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.
35. Por renta de factores se estima un incremento de los egresos netos 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.

36. Con respecto a la proyección presentada un trimestre atrás, el déficit corriente en dólares para 2017 se incrementó en USD 409 m, y como proporción del PIB pasó de 3,6% a 3,7%.
37. La revisión al alza en dólares del déficit corriente se explica, principalmente, por la menor proyección de las exportaciones de bienes. Esto es resultado, en especial, de la revisión a la baja de los precios de los principales productos de exportación, y en menor medida de sus volúmenes (con excepción de las cantidades de carbón). En cuanto a las importaciones, se espera una tasa de crecimiento mayor a la presentada un trimestre atrás, debido al crecimiento anual de 6,5% esperado para el primer semestre del año. Para el resto de rubros, se revisó a la baja el déficit de servicios y de renta factorial, y al alza las transferencias corrientes y las exportaciones de productos industriales.

Cuadro 4

	2016	2017	Variación
		Central	
Cuenta corriente (A + B + C + D)	-12.236	-11.461	775
Porcentaje del PIB	-4,3%	-3,7%	0,6%
A. Bienes	-9.858	-7.953	1.905
<i>Exportaciones</i>	33.381	37.003	3.622
<i>Importaciones</i>	43.239	44.956	1.718
B. Servicios no factoriales	-3.151	-3.164	-13
<i>Exportaciones</i>	8.008	8.670	662
<i>Importaciones</i>	11.159	11.834	675
C. Renta de los Factores	-5.074	-6.462	-1.388
D. Transferencias	5.846	6.118	272

38. 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 cartera y otros préstamos y créditos externos (**Cuadro 5**).
39. Los flujos por inversión extranjera directa en Colombia (IED) registrarían una caída anual de 20,5%, producto del efecto base de los recursos de la venta de Isagén en 2016. Descontada dicha operación, la IED crecería 4,7% impulsada por las mayores inversiones al sector minero-energético, manufacturero y comercio.
40. Adicional a esto, se esperan entradas netas de capital por inversiones de cartera, en gran parte asociadas con la colocación de bonos a cargo del gobierno y con la compra de acciones en el mercado local por parte de inversionistas extranjeros. También se estiman recursos por compra de TES a cargo de extranjeros, aunque sin alcanzar los montos observados en 2016.
41. A lo anterior se sumarían entradas de capital relacionadas con préstamos y otros créditos externos, otorgados en su mayoría por organismos multilaterales.

Cuadro 5

	2016	2017
		Central
Cuenta Financiera (A + B + C + D)	-12.818	-11.461
A. Inversión directa (ii-i)	-9.171	-7.504
i. Extranjera en Colombia (IED)	13.687	10.874
ii. Colombiana en el exterior	4.516	3.371
B. Inversión de Cartera	-3.716	-4.360
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	-97	-189
D. Activos de reserva	165	592
Errores y omisiones (E Y O)	-582	0

III. Crecimiento, demanda interna y crédito.

42. La nueva información disponible sobre el desempeño de la actividad real en Colombia continúa sugiriendo un débil crecimiento del PIB para el segundo trimestre de 2017, incluso más bajo que el implícito en las proyecciones realizadas por el equipo técnico hace tres meses.
43. La dinámica observada por la serie desestacionalizada del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE confirma lo anterior. Este indicador se expandió 1,2% anual en mayo, una desaceleración frente a registro de abril (1,5%). El agregado para el bimestre abril-mayo creció 1,3%.
44. A lo largo del segundo trimestre se habría registrado una expansión de la demanda interna, sustentada no solo por el consumo sino igualmente por la inversión, a diferencia de lo ocurrido en trimestres anteriores. El consumo total habría crecido a un ritmo similar al observado en los primeros tres meses del año, resultado de leves aceleraciones tanto del componente privado como del público. Nuevamente, las exportaciones netas habrían restado a la dinámica del PIB por cuenta de una contracción de las ventas al exterior (en particular de productos básicos como café y petróleo), y de un incremento de las importaciones reales.
45. En particular, según los resultados de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas minoristas de mayo retrocedieron 0,3% frente al mismo mes de 2016. El agregado del bimestre abril-mayo se contrajo 1,2% anual, comparado con el -1,7% del primer trimestre.
46. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante cayó 0,9% anual en el mismo mes. El bimestre lo hizo apenas 0,3%, lo que contrastó con el crecimiento de -1,4% del primer trimestre del año.
47. Por su parte, las ventas de vehículos registraron una caída de 3,0% anual en mayo. El agregado del bimestre retrocedió 6,3% frente al mismo periodo del año pasado,

lo que significó una profundización del mal desempeño observado en el primer trimestre (cuando cayó 3,0% anual).

48. Otros indicadores auxiliares sugieren que el desempeño del consumo privado seguiría siendo bajo, aunque algo mayor que el de los primeros tres meses del año. El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de junio aumentó un poco frente a los niveles de abril y mayo, pero continúa por debajo de su promedio calculado desde noviembre de 2001. El promedio del ICC para el segundo trimestre de 2017 es algo mayor que el de los primeros tres meses del año.
49. La serie desestacionalizada del balance de ventas de mayo de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República también permite prever que el consumo privado habría registrado tasas de crecimiento bajas.
50. Respecto al mercado laboral, las series desestacionalizadas con corte a mayo muestran estabilidad en la tasa de desempleo a nivel nacional, pero una tendencia creciente desde hace cerca de un año para la de las trece áreas. En cuanto al empleo, el número de ocupados de las trece áreas permanece estancado. Para este mismo dominio geográfico, con información al trimestre móvil terminado en mayo, las series desestacionalizadas muestran un aumento del empleo asalariado y una disminución del no asalariado con respecto a sus niveles del mes anterior.
51. Con respecto a la Formación Bruta de Capital, las cifras de importaciones de bienes de capital (en pesos constantes) del segundo trimestre de 2017 sugieren que los crecimientos de las inversiones en maquinaria y equipo y en equipo de transporte se habrían recuperado, luego de varios trimestres en terreno negativo. Los resultados de expectativas de inversión de la EMEE a mayo corroboran esta proyección.
52. En materia de comercio exterior, las cifras publicadas por el DANE con cifras a mayo, y la información de los boletines de la DIAN con información a junio, permiten proyectar una caída de las exportaciones reales en el segundo trimestre. En particular, este comportamiento sería coherente con el mal desempeño reportado para la producción de petróleo y la de café. Las importaciones, por su parte, habrían crecido a un ritmo moderado.
53. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el segundo trimestre de 2017 continuaron mostrando un comportamiento débil. Las cifras apuntan a un deterioro de la industria, la construcción de edificaciones y la minería en ese periodo, mientras que la demanda de energía ha mejorado.
54. De acuerdo con la Encuesta Mensual Manufacturera (EMM) del DANE, el Índice de Producción Industrial (IPI) mostró una contracción de 0,6%, mayor que la esperada por el DPI. Al excluir refinación, las manufacturas restantes se contrajeron a una tasa anual de 0,8%. Para el ítem de refinación de petróleo, el resultado fue una variación anual de 0,0%, con lo que el impulso proveniente de dicha sub-rama es ahora nulo. En lo corrido del año, la industrial total cae 1,3%, mientras que la industria sin refinación de petróleo cae 3,0%.

55. Con información a junio, el volumen de pedidos y del nivel de existencias (contracíclico a la producción) reportados por los empresarios en la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo mejoró levemente frente al registro de mayo. Adicionalmente, las expectativas de producción a tres meses de la misma encuesta mostraron un aumento. Pese a lo anterior, los componentes tendenciales de las tres series muestran un debilitamiento del sector. Con todo ello, la confianza industrial mejoró levemente.
56. Para el sector comercio, la misma encuesta mostró un leve repunte en los balances de la situación económica actual y de las perspectivas de las ventas a seis meses percibida por los comerciantes. Se debe señalar que a pesar de la recuperación, los componentes tendenciales de ambas series muestran un significativo deterioro.
57. Para el caso de la agricultura, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros (FNC) la producción cafetera se situó en 1.049.000 sacos, lo que representó una disminución anual de 9,4% en el mes de junio. El agregado para el segundo trimestre de 2017 se contrajo 17,4%, contrastando con el registro del primer trimestre, cuando la producción se expandió 12,9%.
58. Por el contrario, los indicadores del sector de electricidad, gas y agua sugieren una recuperación, luego de la contracción mostrada en los primeros tres meses del año (pasó de -2,4% a 1,7%). El componente tendencial de la serie mostró una pendiente positiva. Mientras que el componente regulado creció 2,7%, el no regulado cayó 0,3%.

IV. Comportamiento de la inflación y precios

59. La inflación anual al consumidor de nuevo cayó (de 4,37% en mayo a 3,99% en junio) y completó 11 meses de descensos continuos. Desde enero de 2015 (3,82%) la inflación anual no se situaba por debajo del techo del rango meta (**Cuadro 8**).
60. En lo corrido del año se acumuló una inflación de 3,35%, nivel inferior al registrado para igual período de 2016 (5,10%). La inflación mensual (0,11%) fue menor a la registrada en junio de 2016 (0,48%) e inferior a la estimada por el mercado (0,21%) y la SGEE.
61. En el último mes, la caída de la inflación anual al consumidor se explica principalmente por el comportamiento de los grupos de alimentos procesados y de transables.
62. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco cayó por segundo mes consecutivo a 5,09%, desde 5,33% en mayo. Esta medición había exhibido una gran estabilidad en torno a 5,5% durante los primeros cuatro meses del año.
63. Todos los indicadores de inflación básica disminuyeron en junio. El IPC núcleo 20, el de mayor nivel, fue el que más cayó (de 5,59% a 5,31%). Por su parte, el IPC sin alimentos pasó de 5,35% a 5,12%, el IPC sin alimentos ni regulados de 5,09% a

4,87% y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y Ss. Ps. de 5,29% a 5,07% (Cuadro 8).

Cuadro 8

Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A junio 2017

Descripción	Ponderación	dic-16	mar-17	abr-17	may-17	jun-17	Participación en porcentaje en la desaceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración del año corrido
Total	100	5.75	4.69	4.66	4.37	3.99	100.00	100.00
Sin alimentos	71.79	5.14	5.13	5.60	5.35	5.12	42.37	3.33
Transables	26.00	5.31	5.59	5.35	4.88	4.41	29.29	12.63
No transables	30.52	4.85	5.33	5.22	5.25	5.21	3.18	-5.08
Regulados	15.26	5.44	4.05	6.75	6.24	6.01	9.91	-4.22
Alimentos	28.21	7.22	3.65	2.49	2.09	1.37	57.63	96.67
Perecederos	3.88	-6.63	-13.09	-14.47	-14.13	-14.72	7.50	26.50
Procesados	16.26	10.74	6.28	5.12	4.39	3.29	45.99	65.77
CFH	8.07	8.54	8.94	8.08	7.79	7.62	4.14	4.40
Indicadores de inflación básica								
Sin Alimentos		5.14	5.13	5.60	5.35	5.12		
Núcleo 20		6.18	6.01	5.84	5.59	5.31		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		6.03	5.61	5.37	5.29	5.07		
Inflación sin alimentos ni regulados		5.05	5.44	5.28	5.09	4.87		
Promedio indicadores inflación básica		5.60	5.55	5.52	5.33	5.09		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

64. Los tres componentes principales del IPC sin alimentos (Transables, No transables y Regulados) presentaron un descenso en su variación anual. El más marcado fue el del IPC de transable el cual se redujo de 4,88% en mayo a 4,41% en junio, con lo cual se completaron cuatro meses de disminuciones en este indicador. Dicha evolución confirma que las presiones alcistas por cuenta de la depreciación acumulada hasta abril y por el aumento del IVA han continuado desvaneciéndose. A ello se suma las escasas presiones que se derivan de una demanda interna muy débil.
65. En el caso del IPC de no transables, el descenso de la variación anual fue mínimo (a 5,21%), sosteniéndose en niveles muy similares a los de los últimos tres meses. En esta sub canasta se destaca la estabilidad que continúan exhibiendo los ajustes de arriendos (4,33%) y del sub grupo de indexados (6,90%, jalonado por servicios de educación y de salud), esto a pesar del pobre desempeño de la demanda. Adicionalmente, en junio aumentó la variación anual del sub grupo de “Afectados por tipo de cambio”, algo que obedeció al incremento de las tarifas de servicios de televisión, lo que podría guardar relación con la depreciación del tipo de cambio de los últimos dos meses.
66. La variación anual de regulados disminuyó de 6,24% en mayo a 6,01% en junio. Todos los componentes cayeron a excepción de transporte. Servicios públicos pasó de 5,53% en mayo a 5,01% en junio, gracias a que las tarifas de energía presentaron reducciones este mes y ajustes muy bajos en los dos meses anteriores frente a lo

- observado un año atrás. Transporte (de 5,92% a 6,06%) impulsó la inflación al alza por bus intermunicipal, rubro que aumentó en Bogotá cerca de 10,0% en junio.
67. La variación anual de alimentos volvió a disminuir y se situó en 1,37%. Así, la tendencia descendente ininterrumpida de este indicador cumple once meses, período durante el cual se han revertido los choques de El Niño y del paro camionero. Los modelos de la SGEE sugieren que esta tendencia debe prologarse hasta el próximo mes pero a partir de agosto podría observarse un aumento.
 68. En junio todos los componentes del IPC de alimentos disminuyeron. Alimentos procesados fue el que más cayó (de 4,39% a 3,29%) gracias a las disminuciones en el precio de la carne de res principalmente. En el caso de los alimentos perecederos, el descenso fue menor (de -14,13% a -14,72%) toda vez que ya se acumulan caídas significativas en la mayoría de estos rubros. Por su parte, comidas fuera del hogar pasó de 7,79% a 7,62%.
 69. En cuanto a las presiones de costos, en junio los no laborales continuaron cayendo como lo vienen haciendo desde mediados del año pasado. El ajuste anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) se hizo más negativo (pasó de -0,16% en mayo a -0,83% en junio). La variación anual del IPP oferta interna continuó en terreno negativo (-0,09%), por debajo del registrado del año pasado para el mismo período (2,38%).
 70. Los costos laborales no presentaron cambios de importancia, de acuerdo con la última información disponible. Los salarios de la industria manufacturera se ajustaban en mayo a una tasa anual de 6,5%, los del comercio a 5,3% y los de la construcción de vivienda y construcción pesada en mayo lo hacían en junio al 5,7% y 4,4%, respectivamente. Así, los salarios continuaron ajustándose a tasas muy superiores a la meta de inflación, esto pese a la relativa holgura que se estima para el mercado laboral.
 71. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de julio), las expectativas de inflación a máximo un año cayeron, mientras las de un horizonte de tiempo mayor aumentaron. La inflación esperada para diciembre de 2017 retrocedió de 4,37% en mayo a 4,28% en junio, las expectativas a doce meses también cayeron de 3,62% a 3,60%. En contraste, las de veinticuatro meses aumentaron de 3,34% a 3,38%.
 72. 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 julio (hasta el 25) se ubica en 2,93% a 2 años, en 3,07% a 3 años y 3,25% a 5 años. Frente al promedio de junio, el BEI promedio se redujo 4 pb y 1 pb para los plazos a 2 años y 3 años, mientras que aumentó 4 pb para el plazo a 5 años.
 73. Por último, utilizando la curva Forward Break-even Inflation (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2017 es de 4,88% (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 3,26%, 3,42% y 3,52%, respectivamente.