



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

JULIO DE 2016

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. Los datos más recientes sugieren que el crecimiento de los socios comerciales del país habría continuado siendo muy modesto, incluso más que lo que se había previsto en el informe de inflación de julio.
2. El crecimiento de los Estados Unidos en el segundo trimestre fue 1,1% t.a., claramente inferior al esperado por los analistas del mercado (2,5% t.a.). Sin embargo, los indicadores mensuales a julio sugieren un mejor desempeño del PIB durante el tercer trimestre del año. El consumo de los hogares ha sido el motor de crecimiento durante este año y se espera que continúe liderando la expansión del tercer trimestre. El mercado laboral se ha mostrado dinámico en los últimos dos meses y la tasa de desempleo permaneció cercana al 5%.
3. El crecimiento anual de los precios en este país no ha presentado cambios significativos. La inflación básica sigue fluctuando alrededor de 2%, mientras que la total se mantiene cercana al 1%, por debajo del objetivo de largo plazo de la Reserva Federal (2%).
4. En este contexto, el Comité de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) de la Fed ha abierto la puerta para un incremento en las tasas de interés en la reunión de septiembre. Sin embargo, a la fecha el mercado asigna una probabilidad de 36% a este evento. A diciembre de 2017 la probabilidad acumulada se encuentra cercana al 83%.
5. En la zona del euro durante el segundo trimestre el PIB se expandió 0,3% trimestral, tasa inferior a la observada tres meses atrás pero en línea con lo esperado. Las encuestas del sector manufacturero se mantienen con un balance positivo.
6. En julio el indicador de inflación anual total presentó un leve aumento y se ubicó en 0,2%, mientras que el de inflación básica se mantuvo en 0,9%. Así, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo una política monetaria altamente expansiva.
7. En China, desde el mes de abril se ha vuelto a observar una caída continua del crecimiento de la inversión en activos fijos. Si bien en el marco de la transición al nuevo modelo de crecimiento económico basado en el consumo de los hogares, se espera una moderación en la inversión, una desaceleración muy rápida de esta puede generar riesgos para el crecimiento de ese país.

8. En América Latina, las cifras disponibles del PIB del segundo trimestre para Chile, México y Perú muestran un crecimiento anual inferior al del trimestre anterior. Por su parte, en Brasil el índice de actividad económica sugiere que el deterioro de la actividad real podría estar tocando fondo. En Ecuador y Venezuela, aunque no hay cifras recientes, se espera que continúen presentando tasas de crecimiento negativas de sus productos.
9. La inflación de algunos países en América Latina ha caído en lo corrido del año. En Perú, México y Chile ya se encuentra dentro de sus rangos meta.
10. En tanto, las tasas de cambio de la región se mantuvieron relativamente estables entre julio y agosto. En este periodo el peso colombiano se depreció tras la noticia de la rebaja en la perspectiva de la deuda del país, pero días después retornó a los niveles previos.
11. En el mes de agosto la volatilidad de los mercados financieros se mantuvo baja, al igual que las tasas de interés de los bonos de las economías desarrolladas y los CDS de América Latina. Entre tanto, los índices accionarios mostraron una tendencia alcista durante este periodo.
12. En julio el indicador de términos de intercambio de Colombia siguió recuperándose, a niveles superiores a los observados a comienzos del año aunque inferiores a los del mismo periodo del año pasado.
13. En lo corrido de agosto el precio del petróleo ha tenido una tendencia al alza. Los recientes incrementos estarían asociados a la expectativa de reducción de la oferta por parte de la OPEP. Sin embargo, noticias recientes acerca de Libia podrían indicar que algunos cortes en la producción estarían llegando a su fin. Adicionalmente, los niveles de inventarios siguen altos por lo que no se espera, que de haber una tendencia al alza, esta sea muy marcada.
14. Por su parte, las cotizaciones de otros productos de exportación del país, como el carbón, el café y el níquel, se mantuvieron estables en lo corrido de agosto después de las alzas de junio y julio. En cuanto a las materias primas que el país importa, los precios de la soya y del trigo se recuperaron en agosto tras las caídas de julio, mientras que el del maíz permanece en niveles bajos.

Exportaciones e importaciones

15. En junio las exportaciones registraron una caída anual de 15,4%, debido a las reducciones en las ventas externas de bienes de origen minero (-20,5%) y del grupo resto (-19,2%). En lo corrido del año, las exportaciones han registrado una disminución de 25,8%, a la cual han contribuido principalmente las ventas de bienes de origen minero (**Cuadro 1**).
16. En lo corrido del año, el índice de precios de las exportaciones totales ha registrado una importante caída (-23,3%), mientras que el índice de cantidades ha disminuido moderadamente (-3,5%). Esto sería señal de que el valor de las exportaciones continúa cayendo principalmente como consecuencia de las reducciones en los precios de los productos exportados, de las cuales la más significativa es la de los bienes de origen minero (cuyo índice de precios ha caído 30,0% anual en el acumulado a junio).
17. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en julio las exportaciones sin petróleo registraron una caída anual de 32,4%.
18. En junio las importaciones CIF registraron una disminución anual de 12,7%, debido a reducciones en las compras externas de todos los grupos de bienes, siendo la más importante la de bienes de capital (-21,8%). En lo corrido del año, las importaciones han caído 20,9% (**Cuadro 2**).
19. En el periodo enero-junio, el índice de precios de las importaciones totales ha registrado una caída de 14,5%, mientras que el índice de cantidades ha disminuido 7,4%. Lo anterior indicaría que las importaciones caen por un efecto conjunto de reducciones en precios y cantidades, aunque el primero de ellos continúa siendo más importante.
20. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en julio las importaciones CIF registraron una caída anual de 33,9%.

Cuadro 1. Comportamiento de las exportaciones en dólares

Junio de 2016			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total	-15,4%		
Bienes de origen agrícola	26,5%	Banano Flores	70,3% 21,2%
Bienes de origen minero	-20,5%	Petróleo crudo Oro	-33,9% -35,0%
Resto de exportaciones*	-19,2%	Vehículos automotores y otros tipos de transporte Productos químicos	-69,3% -15,3%
Acumulado Enero-Junio de 2016			
Total	-25,8%		
Bienes de origen agrícola	-2,3%	Café	-11,9%
Bienes de origen minero	-37,3%	Petróleo crudo Carbón	-50,6% -18,7%
Resto de exportaciones	-11,8%	Productos químicos Otros	-16,3% -17,5%

* Por destinos, se destacan en este rubro las caídas de 59,6% hacia Venezuela y de 43,3% hacia Ecuador. Por el contrario, se registraron aumentos en las ventas externas de este rubro hacia los Estados Unidos (13,3%) y la Unión Europea (6,5%). Fuente: DANE

Cuadro 2. Comportamiento de las importaciones en dólares

Junio de 2016			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total	-12,7%		
Bienes de capital	-21,8%	Equipo rodante de transporte Otro equipo fijo (para la industria)	-54,4% -24,2%
Materias primas	-10,3%	Combustibles Productos mineros (para la industria)	-15,4% -14,4%
Bienes de consumo	-3,2%	Vehículos de transporte particular Vestuario y otras confecciones de textiles	-15,4% -28,8%
Acumulado Enero-Junio de 2016			
Total	-20,9%		
Bienes de capital	-31,5%	Equipo rodante de transporte Maquinaria industrial	-65,6% -24,6%
Materias primas	-14,9%	Combustibles Productos mineros (para la industria)	-23,7% -21,3%
Bienes de consumo	-16,0%	Vehículos de transporte particular Vestuario y otras confecciones de textiles	-26,8% -27,1%

Fuente: DANE

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

21. De acuerdo con la publicación más reciente de las cuentas nacionales trimestrales, durante el segundo trimestre del año la actividad económica se expandió 2,0% frente al mismo periodo de 2015. Esta cifra estuvo por debajo del pronóstico central presentado en el anterior Informe sobre Inflación (2,6%), y se ubicó en el límite inferior del rango de proyección (entre 2,0% y 3,2%). El incremento entre trimestres fue de 0,2%, lo que corresponde a una tasa anualizada de 0,8%. En línea con esto, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) registró un crecimiento para el agregado del trimestre abril-junio de 1,0%.
22. Por ramas de actividad, los sectores que más crecieron en el trimestre fueron la industria y los servicios financieros. Tres de las grandes ramas registraron una contracción anual: la minería, los servicios de electricidad, gas y agua, y el agropecuario (**Cuadro 3**). Al clasificar los sectores entre no transables y transables, las variaciones anuales fueron 2,8% y 0,7%, respectivamente. El PIB transable sin minería se expandió 2,7% anual.

Cuadro 3. PIB por el lado de la oferta

Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

Rama de actividad	2015				2015	2016	
	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Año completo	I Trim	II Trim
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2.2%	2.4%	3.0%	5.8%	3.3%	0.7%	-0.1%
Explotación de minas y canteras	0.4%	4.2%	-0.5%	-1.5%	0.6%	-4.6%	-7.1%
Industria manufacturera	-2.0%	-0.1%	3.2%	3.9%	1.2%	5.3%	6.0%
Electricidad, gas y agua	2.5%	1.6%	3.8%	3.8%	2.9%	2.9%	-0.8%
Construcción	3.1%	8.1%	0.2%	4.6%	3.9%	5.2%	1.0%
Edificaciones	1.4%	9.0%	-7.9%	7.1%	2.1%	10.9%	2.8%
Obras Civiles	4.7%	6.5%	7.1%	3.2%	5.4%	0.4%	-0.4%
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	4.6%	3.5%	4.7%	3.8%	4.1%	2.7%	1.4%
Transporte, almacenamiento y comunicación	2.6%	0.4%	2.2%	0.7%	1.4%	1.8%	0.1%
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4.8%	3.8%	4.2%	4.3%	4.3%	3.8%	4.6%
Servicios sociales, comunales y personales	2.4%	2.5%	3.4%	3.5%	2.9%	1.7%	2.3%
Subtotal Valor agregado	2.5%	2.9%	3.0%	3.4%	3.0%	2.5%	1.9%
Impuestos menos subsidios	4.1%	4.0%	4.6%	3.4%	4.0%	2.3%	2.8%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	2.7%	3.1%	3.1%	3.4%	3.1%	2.5%	2.0%

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

23. En este contexto, los indicadores coyunturales de comercio y la encuesta de expectativas del Banco también dieron cuenta de una desaceleración de algunos

de los componentes del gasto durante el segundo trimestre del año. Esto incluso a pesar de contar con un mayor número de días hábiles (dos más) con respecto al mismo periodo de 2015.

24. Las cifras a junio de la encuesta mensual de comercio minorista (EMCM) del DANE revelaron una contracción anual de 0,7%. Esta cifra estuvo por debajo de lo esperado por el equipo técnico del Banco de la República. Con ello, el agregado del segundo trimestre se expandió 1,2% frente al mismo periodo de 2015, lo que es una desaceleración al comparar con el del primer trimestre (1,5%).
25. Al descontar las ventas de vehículos de las cifras de comercio minorista, el agregado restante se expandió 0,4% frente al mismo mes de 2015. El del segundo trimestre lo hizo en 1,9% anual, lo que también significó una desaceleración frente al 3,5% de 2016 T1.
26. Por su parte, el índice de ventas de automotores de la misma encuesta registró nuevamente una caída anual. En junio la contracción fue de 6,8% frente al mismo mes del año pasado, y para el agregado del trimestre fue -2,6% (vs. -9,3% registrado para el primero).
27. Otros indicadores auxiliares confirman los resultados anteriores. Los resultados de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República muestran que en junio de 2016 el balance de las ventas descendió levemente frente a los registros de meses anteriores. Lo anterior sugiere alguna desaceleración del consumo privado a lo largo del segundo trimestre.
28. Con respecto a la inversión diferente de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles, tanto las cifras de importaciones de bienes de capital (llevadas a términos reales) como el balance de expectativas de inversión de la EMEE con corte a junio, sugieren una contracción de este rubro en el segundo trimestre de 2016, aunque de menor magnitud que la registrada en el primero.
29. La tasa de desempleo a junio muestra pocos incrementos, aun descontando el efecto estacional, y revirtió los incrementos mostrados a principios de año (en especial en las 13 principales ciudades). Este cambio en las tendencias se explica por una caída en la oferta laboral de los últimos meses. A pesar de que el empleo se encuentra estancado, los asalariados continúan creciendo anualmente a tasas cercanas al 3%.

30. La información para el tercer trimestre es aún preliminar, pero algunos indicadores permiten prever que podría continuar el bajo dinamismo del PIB. El Índice de Confianza del Consumidor de julio registró un deterioro frente los registros de junio y del segundo trimestre, debido, principalmente, a una caída del Índice de Condiciones Económicas (ICE) de los hogares, al tiempo que el de Expectativas de mediano y largo plazos de los Consumidores (IEC) no mostró cambios significativos.
31. Asimismo, según el reporte de matrículas del Comité Automotor Colombiano (ANDI, FENALCO y Econometría), en julio se observó una contracción anual de 34,1%, cifra mucho mayor que la caída anual de 9,7% registrada en el segundo trimestre. Por segmentos, los descensos se dieron tanto en los vehículos de uso particular (-33,6%), como de uso comercial (-34,7%).
32. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles apuntan igualmente a un bajo dinamismo en la actividad real. Según la encuesta EOE de Fedesarrollo, en julio los comerciantes se mostraron menos optimistas frente a la situación actual y a las perspectivas.
33. En julio, la producción de petróleo se ubicó por debajo del millón de barriles diarios por décimo mes consecutivo (843 mbd), lo que implicó una contracción de 10,8% anual (-5,1% mensual).
34. La demanda de energía total cayó 3,2% anual en julio, tanto la regulada (-0,7%) como la no regulada (-4,9%). La tendencia también se redujo.
35. De acuerdo con la Federación de cafeteros, la producción de café se situó en 1.102.000 sacos de 60 kg en julio, lo que implicó una contracción anual de 24,7%. En lo corrido del año, el sector cae 0,9%.
36. Por el contrario, en julio los indicadores de pedidos y existencias de la industria de la EOE de Fedesarrollo se mantuvieron en niveles favorables y las expectativas de producción para los próximos tres meses aumentaron levemente. Este último indicador mantiene una tendencia positiva (aunque se debe señalar la alta volatilidad que ha presentado en el último año). Con esto la confianza de los industriales mejoró levemente y su tendencia muestra una pendiente positiva.

III. Comportamiento de la inflación y precios

37. En julio la inflación anual al consumidor se situó en 8,97%, 37 puntos base (pb) más al registro del mes anterior (**Cuadro 4**). La inflación año corrido cerró en 5,65%, por encima del 3,52% registrado en el mismo período de 2015. La variación mensual se ubicó en 0,52%, dato que superó a los pronósticos del mercado (0,32%) y del equipo técnico.

Cuadro 4

Indicadores de precios al consumidor (IPC) y de inflación básica a julio de 2016

Descripción	Ponderación					Participación en porcentaje	
		dic-15	mar-16	jun-16	jul-16	en la aceleración del mes	en la aceleración del año corrido
Total	100,00	6,77	7,98	8,60	8,97	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	5,17	6,20	6,31	6,26	-9,28	34,62
Transables	26,00	7,09	7,38	7,90	7,87	-0,90	8,46
No transables	30,52	4,21	4,83	4,97	5,01	3,52	11,34
Regulados	15,26	4,28	7,24	6,71	6,40	-11,90	14,82
Alimentos	28,21	10,85	12,35	14,28	15,71	109,28	65,38
Perecederos	3,88	26,03	27,09	34,94	39,27	48,86	28,04
Procesados	16,26	9,62	10,83	12,09	13,33	51,14	27,09
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	7,53	8,11	8,50	9,29	10,24
Indicadores de inflación básica							
Sin Alimentos		5,17	6,20	6,31	6,26		
Núcleo 20		5,22	6,48	6,82	7,03		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		5,93	6,57	6,77	6,92		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,91	6,20	6,22		
Promedio indicadores inflación básica		5,43	6,29	6,52	6,61		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

38. El aumento de la inflación anual en julio se explica especialmente por las alzas en los precios de los alimentos, tanto en los perecederos como en los procesados. Dentro del IPC sin alimentos, solamente los no transables contribuyeron al alza y marginalmente. En contraste, los precios de los regulados y transables generaron presiones a la baja sobre la inflación (muy leves en el último caso).

39. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, aumentó de 6,52% en junio a 6,61% en julio. Subieron el núcleo 20 (7,03%), el del mayor nivel, y el IPC sin alimentos perecederos, combustibles y servicios públicos (6,92%). El IPC sin alimentos ni regulados, el de menor nivel, se mantuvo estable (6,22%), mientras el IPC sin alimentos se redujo (6,26%).

40. Dentro del IPC sin alimentos ni regulados, el componente no transable aumentó levemente (de 4,97% en junio a 5,01% en julio). En este caso, la principal presión alcista se presentó en el IPC de diversión, cultura y esparcimiento. El IPC de arriendos, por el contrario, disminuyó un poco, situándose en 4,12% en agosto. Algo similar sucedió con ítems usualmente muy indexados y con aquellos más afectados por la tasa de cambio.
41. En agosto, el IPC de regulados disminuyó 31 pb a 6,40%. Esto fue posible gracias a un ajuste menor en el subgrupo de servicios públicos (pasó de 12,5% anual en junio a 11,9% en julio). Las tarifas de energía eléctrica estarían siendo favorecidas por la finalización del fenómeno de El Niño, y lo que esto implica en términos de la recuperación de los niveles de los embalses, de la caída en los precios de la energía en Bolsa y de la menor generación de energía térmica (con gas especialmente), la cual es más costosa que la hidroeléctrica. El IPC de acueducto fue el único que aumentó con fuerza (pasó de 7,76% en junio a 9,32% en julio). El nuevo marco tarifario para este servicio implica, para la mayoría de ciudades, un recargo por las mayores inversiones que debe realizar el sector en los próximos meses. El ajuste anual del IPC de combustibles disminuyó de -3,63% a -5,16%, mientras el de transporte aumentó de 4,56% a 4,97%.
42. En los últimos tres meses, la variación anual en el IPC del grupo transable sin alimentos ni regulados se ha mantenido relativamente estable en torno a 7,9%. Al parecer, en los últimos meses la transmisión de la depreciación del peso parece haber cedido algo, lo cual podría explicarse porque buena parte de ella ya se efectuó, y/o por la apreciación y mayor estabilidad que ha exhibido la moneda desde febrero.
43. Respecto al IPC de alimentos, su variación anual pasó 14,28% en junio a 15,71% en julio, dato superior al esperado por el equipo técnico y por el mercado. Las presiones inflacionarias de este grupo se repartieron en magnitud similar entre los procesados y perecederos.
44. Los procesados, cuya variación aumentó a 13,33% en julio, fue impulsado por el precio de la carne de res (de 18,7% a 24,4%). La dinámica alcista en los precios de este rubro está asociada con el pasado evento de El Niño, el cual impactó negativamente la productividad ganadera, y con la continuación de la fase de menor sacrificio (retención ganadera). De acuerdo con el gremio del sector, esta fase de retención continuaría por algunos meses más.

45. Por su parte, la variación anual del IPC de los perecederos pasó de 34,9% en junio a 39,3% en julio, impulsado por el aumento de la papa, la zanahoria y el plátano, entre otros. Al parecer, el paro camionero, que se extendió desde junio 6 hasta julio 22, redujo el abastecimiento más que lo observado en episodios similares del pasado, en especial el de alimentos perecederos.
46. Es importante anotar que en ocasiones anteriores, una vez se normaliza el flujo de carga, los precios de los alimentos tienden a descender, regresando a los niveles previos al paro rápidamente. La información más reciente del Sipsa confirma este comportamiento bajista.
47. Las presiones alcistas de los costos no laborales se moderaron en agosto. La variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) se redujo de 9,64% en junio a 8,38% en julio. El descenso lo explica el IPP importado (cuyo ajuste anual fue de 5,81% en julio frente al 9,99% en junio) mientras que la variación del IPP de los bienes producidos y consumidos localmente se mantuvo relativamente estable (en torno a 9,5%).
48. En cuanto a los costos laborales, con información a junio los ajustes de salarios de la industria y el comercio tendieron a disminuir y se situaron un poco por debajo del incremento del salario mínimo y de la inflación de diciembre del año pasado (6,3% y 5,8%, respectivamente). En la construcción pesada (4,1%) y de vivienda (4,3%), los ajustes de los salarios a julio no mostraron cambios de importancia.
49. Las expectativas de inflación para diciembre de 2016 obtenidas de la encuesta mensual a analistas financieros, recogidas a comienzos de agosto, aumentaron de 6,53% en julio a 6,77% en agosto. Las de 12 meses (4,55%) y 24 meses (3,72%) se mantuvieron relativamente estables. Por su parte, las inflaciones implícitas que se extraen de los TES en pesos y UVR (Breakeven Inflation, BEI) en promedio para lo corrido de agosto (hasta el 26) y frente a los datos de julio, disminuyeron 9, 13 y 17 pb para los plazos a 2, 3 y 5 años, respectivamente y se ubicaron en 4,37%, 4,10% y 3,83%.