



# 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

ENERO DE 2016

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

1. En lo corrido del mes (con datos al 17 de febrero) continuó la turbulencia en los mercados financieros internacionales iniciada en enero, lo cual llevó a que se mantuvieran elevados los indicadores de volatilidad financiera y a que se presentaran nuevas caídas en los índices accionarios globales. En esta ocasión, los títulos de los bancos fueron los más golpeados ante las perspectivas de que sus utilidades se vean afectadas por las tasas de interés en niveles bajos (incluso negativos) en las economías avanzadas y por su exposición al sector energético. Adicionalmente, cambios regulatorios en la zona del euro suscitaron algunos temores sobre la estabilidad financiera de la región.
2. Las tasas de los bonos soberanos de largo plazo de los Estados Unidos se redujeron de forma significativa, lo cual sugiere que los agentes estarían esperando que la normalización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal (Fed) sea mucho más lenta que lo proyectado por los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) en su reunión de diciembre, además de una mayor aversión al riesgo del mercado. Además, se observaron caídas de los rendimientos de los bonos de Alemania y de Francia, mientras que los de los países de la periferia de la zona del euro presentaron incrementos.
3. En este entorno, las primas de riesgo de América Latina han seguido incrementándose durante febrero y para la mayoría de los países se ubican en los niveles más altos desde 2009. Asimismo, las monedas de la región volvieron a debilitarse frente al dólar. En el caso del peso colombiano se registró una depreciación de 2,7% al pasar de un valor promedio de COP 3.288 por dólar en enero a COP 3.376 por dólar en lo corrido de febrero hasta el 17.
4. La información disponible para los precios internacionales de los bienes básicos sugiere que los términos de intercambio de Colombia se habrían mantenido en los mínimos desde 2003.
5. En el caso del petróleo, la cotización del crudo Brent se incrementó ligeramente al pasar de un promedio de USD 32,0 por barril en enero a USD 33,3 por barril en lo corrido de febrero al 17, aunque ha presentado bastante volatilidad durante el mes. Los bajos precios se explicarían porque se mantienen las perspectivas de que continúe el exceso de oferta, a pesar de los anuncios por parte de algunos países de no seguir expandiendo su producción a futuro. A esto

se suma que la demanda global continúa presentando signos de debilidad y se persiste una elevada cantidad de inventarios de crudo a nivel mundial.

6. Por su parte, las cotizaciones del níquel y de otros metales de uso industrial exportados por algunos países de la región permanecieron en niveles bajos respecto a lo observado en años anteriores, como consecuencia de las perspectivas de una moderación en la demanda global. En contraste, los precios de los metales preciosos, en especial el del oro, presentaron fuertes incrementos asociados con la mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. El precio internacional del café no mostró cambios significativos y se mantiene en niveles inferiores a los observados en el mismo período de 2015.
7. Los registros más recientes de la actividad económica confirman el bajo crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia en 2015 respecto a lo observado en años anteriores, y apuntan a que este ritmo se mantendría en lo corrido de 2016.
8. En los Estados Unidos las cifras del PIB del cuarto trimestre de 2015 muestran una desaceleración del crecimiento económico (de 2,0% trimestre anualizado (t.a.) en el tercer trimestre a 0,8% en el cuarto). Lo anterior responde a una moderación en la mayoría de los componentes de la demanda, especialmente en la inversión no residencial y en las exportaciones. De esta forma, la expansión para todo 2015 fue de 2,4%, ligeramente por debajo de lo esperado en el Informe de diciembre por el equipo técnico del Banco de la República (2,5%).
9. Las cifras de actividad real disponibles para enero muestran un panorama mixto para la economía estadounidense. Por una parte, la expansión de las ventas al detal y la confianza del consumidor continuaron en niveles favorables y apuntan a que el consumo privado siga siendo el principal motor de crecimiento. En contraste, las encuestas industriales sugieren que la producción manufacturera continuaría contrayéndose y que los servicios habrían moderado su tasa de expansión. En el mercado laboral, los registros de creación de empleo de enero fueron favorables, pese a que mostraron alguna moderación frente a lo observado en meses anteriores. Gracias a esto, la tasa de desempleo se redujo a 4,9% y se ubica en un nivel cercano al que los analistas y los miembros de la Fed consideran de largo plazo.
10. Con respecto a la inflación, si bien no se tienen registros para enero, se espera que esta se haya mantenido en niveles bajos por cuenta de los menores precios de los combustibles.

11. En la zona del euro, el crecimiento del PIB para el cuarto trimestre fue igual al observado tres meses atrás (0,3% trimestral) e indica que la economía de la región continúa recuperándose lentamente. De esta forma, la expansión para todo 2015 fue de 1,5%, igual a lo esperado. Por su parte, los indicadores de actividad real y de confianza disponibles para enero sugieren que esta tendencia se habría mantenido en la primera parte del año. Con respecto a la variación de los precios, los indicadores de inflación anual total y básica no presentaron cambios significativos en enero y continúan siendo bajos (0,4% y 1,0%, respectivamente).
12. En China, las cifras disponibles para enero apuntan a que la producción industrial se habría continuado desacelerando, mientras que la expansión del sector de servicios se habría estabilizado en tasas favorables. Por su parte, la inflación anual se mantuvo en niveles bajos (1,8%).
13. En América Latina, las cifras disponibles de diciembre de actividad real muestran un comportamiento mixto. En el caso de Perú se observó una importante recuperación frente a lo observado en meses anteriores, impulsada, principalmente, por la elevada expansión del sector minero y pesquero. En contraste, la economía chilena habría continuado con un muy bajo dinamismo relativo a lo observado en años anteriores.
14. Los registros de inflación a enero en las economías de América Latina muestran un predominio de las tendencias al alza. En Chile y en Perú continuó por encima del rango meta de sus autoridades monetarias y se observaron nuevos incrementos, lo cual en el caso peruano, propició un nuevo aumento en su tasa de referencia. En Brasil sigue alta y con una marcada tendencia creciente. En contraste, en México, si bien se observó un leve repunte de la variación anual de los precios, esta se mantiene por debajo de la meta de su banco central (3%). Pese a esto, esta entidad incrementó su tasa de interés en 50 puntos básicos (p.b.) en febrero anticipando futuros brotes inflacionarios.
15. Finalmente, el 16 de febrero la agencia Standard & Poor's (S&P) modificó la perspectiva de la deuda soberana de largo plazo de Colombia de estable a negativa. Esta decisión se tomó teniendo en cuenta el descenso en los pronósticos sobre los precios del petróleo, lo que genera riesgos de un mayor deterioro en la posición externa del país, en las finanzas públicas y en el crecimiento, particularmente si el Gobierno no toma las medidas fiscales que se requieren a tiempo.

## a. Exportaciones e importaciones

16. En diciembre las exportaciones registraron una caída anual de 32,5%, debido a retrocesos en las ventas externas de todos los grupos de bienes. En 2015, las exportaciones totales se redujeron 35,1%, con una importante disminución en las de bienes de origen minero (**Cuadro 1**).

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

<b>Diciembre de 2015</b>			
	<b>Variación anual</b>	<b>Principales rubros que contribuyeron</b>	
		<b>Rubro</b>	<b>Variación anual del</b>
<b>Total</b>	-32,5%		
<b>Bienes de origen agrícola</b>	-8,8%	Café Banano	-11,1% -13,8%
<b>Bienes de origen minero</b>	-46,5%	Petróleo crudo Carbón	-54,6% -57,7%
<b>Resto de exportaciones*</b>	-9,2%	Manufacturas de cuero Otros	-43,5% -26,3%
<b>Acumulado Enero-Diciembre de 2015</b>			
<b>Total</b>	-35,1%		
<b>Bienes de origen agrícola</b>	-1,20%	Flores Banano	-5,7% -3,9%
<b>Bienes de origen minero</b>	-46,80%	Petróleo crudo Carbón	-50,7% -33,0%
<b>Resto de exportaciones*</b>	-11,6%	Alimentos y bebidas Productos químicos	-14,5% -7,7%

\* Por destinos, se destacan en este rubro las caídas de 58,2% hacia Venezuela y 37,3% hacia Ecuador. En contraste, se registró un aumento en las ventas externas de este rubro hacia los Estados Unidos (12,4%) y la Unión Europea (38,3%).

Fuente: DANE

17. Por otra parte, de acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN para las importaciones, en diciembre de 2015 las totales registraron una caída anual de 25,4%, mientras que en enero de 2016 se habrían contraído 34,3% anual.

## II. Crecimiento, demanda interna y crédito

18. La información disponible más reciente para el cuarto trimestre de 2015 permite mantener el punto medio y el rango de pronóstico de crecimiento del PIB presentado en el anterior Informe (3,1% y entre 2,6% y 3,6%, respectivamente).
19. Con información a noviembre, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió 3,2%, cifra similar a la de octubre (3,3%), y algo por encima del agregado del tercer trimestre (3,0%). De mantenerse esta dinámica en diciembre, la economía colombiana se habría expandido en el cuarto trimestre a un ritmo similar al registrado en el tercero.
20. Por su parte, según las cifras de la encuesta mensual de comercio minorista (EMCM) publicadas por el DANE, en diciembre las ventas al por menor sin combustibles se expandieron 0,1% anual. Con ello, el agregado del cuarto trimestre se contrajo 0,4% frente al mismo periodo de 2014 lo que es significativamente menor que la expansión de 4,7% observada para el tercer trimestre.
21. Excluyendo las ventas de vehículos, los crecimientos anuales del comercio fueron 4,2% y 4,9% para diciembre y el cuarto trimestre de 2015 respectivamente. El componente tendencial de este indicador sugiere un estancamiento en el margen.
22. Según la misma encuesta, las ventas de vehículos y motocicletas cayeron 21,8% anual en diciembre (-24,2% para el agregado del cuarto trimestre). Cabe señalar que esta cifra está influenciada por una alta base de comparación en el mismo periodo de 2014, cuando se realizó el XIV Salón del Automóvil en Bogotá. Además del efecto base, el componente tendencial de esta serie sugiere un mal momento para este renglón de las ventas minoristas.
23. Con información a diciembre, los indicadores del mercado laboral permiten prever alguna una desaceleración del ritmo de crecimiento del consumo privado hacia futuro. Luego de ajustar por estacionalidad, la tasa de desempleo (TD) ha dejado de caer y estaría empezando a subir lentamente. Aunque el número de ocupados mostró alguna recuperación liderada por el comportamiento de los trabajadores asalariados, esta no fue suficiente para hacer descender la TD en los últimos tres meses.
24. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles sugieren un desempeño dispar. Entre las noticias favorables se destaca las relacionadas con la industria,

mientras que el comercio, como ya se mencionó, se ha desacelerado de manera importante.

25. El índice de producción industrial (IPI) creció 3,9% anual en diciembre. Durante el periodo octubre-diciembre de 2015, la expansión anual fue de 3,6%, lo que implicó una aceleración frente al tercer trimestre (1,8%). Esto se explica en gran parte por la reapertura de Reficar que generó un incremento de 8,1% en la subrama de refinación de petróleo durante el cuarto trimestre (13,1% en diciembre).
26. Así, para 2015 la industria alcanzó un crecimiento anual de 0,9%. Al excluir la refinación de petróleo, las manufacturas restantes crecieron 2,1%, 2,5% y 1,5% en diciembre, en el cuarto trimestre y todo 2015, respectivamente. Aunque se observa una desaceleración en los últimos cuatro meses, el componente tendencial continúa mostrando una pendiente positiva.
27. En lo que respecta a la construcción, la producción de cemento creció 7,2% en diciembre, con lo que el cuarto trimestre mostró una aceleración frente al tercero (pasó de 5,3% a 7,8%). Algo similar ocurrió con los despachos de cemento que se expandieron 12,5% en diciembre y 7,2% en el cuarto trimestre de 2015. Las licencias de construcción también tuvieron un incremento significativo en diciembre (53,5%). No obstante, dada la volatilidad del indicador también se examinó el acumulado doce meses, el cual crece 5,1%.
28. Con esto, el equipo técnico reafirma su pronóstico de crecimiento para 2015 entre 2,8% y 3,2%, con 3,0% como cifra más probable.
29. La información disponible para el primer trimestre de 2016 es aún escasa, pero permite prever una desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía. Esto último se infiere de los resultados observados de las ventas minoristas de vehículos, del comportamiento de la confianza de los consumidores, de la dinámica del crédito a los hogares y de las tasas de interés.
30. En efecto, la serie de ventas al detal publicada por la Asociación Colombiana de Vehículos Automotores (Andemos) registró una caída anual de 21,1% en enero. Estas caídas se dieron tanto en el renglón de vehículos de uso particular (consumo durable) como de uso comercial (inversión en equipo de transporte).
31. Con respecto al Índice de Confianza del Consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo, en enero el nivel de la serie se desplomó frente a los registros de meses anteriores y se ubicó en el mínimo desde abril de 2002. En esta ocasión,



el retroceso del ICC se dio tanto en su componente de condiciones económicas actuales como de expectativas, lo que podría estar relacionado con la percepción de los hogares sobre el aumento generalizado del nivel de precios, la depreciación del peso y la posible entrada en vigencia de una reforma tributaria en 2016, entre otros.

32. Lo anterior se reflejó en las caídas de las intenciones de compra de vivienda, de carro y de bienes durables, series que en esta ocasión tocaron mínimos históricos. Asimismo, cabe señalar que se deterioró la percepción futura del mercado laboral y del costo del crédito. La caída de la confianza se dio de manera generalizada en las ciudades de la muestra (Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla y Bucaramanga), así como en todos los estratos socio-económicos.
33. Adicionalmente, con cifras a enero se observó que el ritmo de expansión del crédito a los hogares fue de 12,7% en términos nominales, cifra similar a la registrada en diciembre, pero que revela una desaceleración con respecto a lo observado a lo largo de 2015. En términos reales es más contundente la evidencia de un menor ritmo de crecimiento de esta cartera. Dada la correlación que guarda este agregado con el consumo privado, y de mantenerse esta tendencia en febrero y marzo, se tendría un menor dinamismo del gasto en consumo por parte de los hogares durante el primer trimestre de 2016. Entre tanto, las tasas de interés reales de los créditos de consumo (sin tarjeta de crédito) empezaron a subir.
34. Por el lado de la oferta, los pocos indicadores disponibles con información a enero sugieren un menor ritmo de crecimiento. Aunque la producción de café mantiene niveles por encima del millón de sacos (1.136.000 sacos), la expansión anual fue de 4,4%, una desaceleración importante que se explica por una alta base de comparación. Por su parte, la producción de petróleo se situó en 982 mbd, lo que implicó una contracción anual de 5,1% (-1,1% mensual). Esto debido a algunos mantenimientos técnicos en los campos de Rubiales, Quifa y del Piedemonte, así como limitaciones de bombeo por mantenimiento al oleoducto Caño Limón Coveñas.
35. Por último, la demanda de energía total se expandió a una tasa anual de 5,2% en el mes de enero. El componente regulado creció 7,0%, mientras que el no regulado lo hizo a una tasa anual de 3,3%. La zona Caribe (8,9%) y Tolima-Huila-Caquetá (12,7%) son las regiones de mayor incremento de la demanda de energía por parte de los hogares, fenómeno asociado al clima.

36. Dado que la información es aún muy escasa, en este informe se mantiene el rango de pronóstico de crecimiento del PIB para 2016, el cual muestra un sesgo a la baja. El crecimiento se ubicaría entre 1,5% y 3,2%, con 2,7% como cifra más probable.

### III. Comportamiento de la inflación y precios

37. En enero la inflación anual al consumidor se situó en 7,45% aumentando de manera importante respecto a la cifra del mes anterior (6,77%) y significativamente por encima de las proyecciones tanto de los analistas del mercado como de la SGEE (**Cuadro 2**). En términos de variaciones mensuales el resultado fue 1,29% frente a 0,81% pronosticado por el mercado. La inflación anual de enero es la más alta desde diciembre de 2008.

**Cuadro 2**

#### Comportamiento de la inflación a enero de 2016

Descripción	Ponderación								Participación en porcentaje en la aceleración del mes
		dic-14	mar-15	jun-15	oct-15	nov-15	dic-15	ene-16	
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>3,66</b>	<b>4,56</b>	<b>4,42</b>	<b>5,89</b>	<b>6,39</b>	<b>6,77</b>	<b>7,45</b>	<b>100,00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>71,79</b>	<b>3,26</b>	<b>3,46</b>	<b>3,72</b>	<b>4,75</b>	<b>5,05</b>	<b>5,17</b>	<b>5,54</b>	<b>37,24</b>
Transables	26,00	2,03	3,46	4,17	6,42	6,92	7,09	7,39	9,45
No transables	30,52	3,38	3,56	3,98	4,34	4,39	4,21	4,46	10,87
Regulados	15,26	4,84	3,25	2,55	3,14	3,66	4,28	5,02	16,92
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>4,69</b>	<b>7,37</b>	<b>6,20</b>	<b>8,80</b>	<b>9,81</b>	<b>10,85</b>	<b>12,26</b>	<b>62,76</b>
Perecederos	3,88	16,74	21,57	10,73	21,54	23,31	26,03	31,31	36,85
Procesados	16,26	2,54	5,99	6,00	7,39	8,56	9,62	10,22	15,04
Comidas fuera del hogar	8,07	3,51	3,59	4,45	5,28	5,67	5,95	6,78	10,87
<b>Indicadores de inflación básica</b>									
Sin Alimentos		3,26	3,46	3,72	4,75	5,05	5,17	5,54	
Núcleo 20		3,42	3,70	4,24	4,94	5,23	5,22	5,56	
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		2,76	3,95	4,54	5,54	5,85	5,93	6,13	
Inflación sin alimentos ni regulados		2,81	3,52	4,06	5,21	5,45	5,42	5,69	
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>		<b>3,06</b>	<b>3,65</b>	<b>4,14</b>	<b>5,11</b>	<b>5,40</b>	<b>5,43</b>	<b>5,73</b>	

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

38. El aumento de la inflación en el último mes fue resultado, sobre todo, de una fuerte alza en los precios de los alimentos, especialmente de los perecederos, pero también de los procesados y de la comidas fuera del hogar. Adicionalmente, se observó una aceleración significativa de la variación anual del IPC sin alimentos en sus sub canastas principales (**Cuadro 2**).

39. Como viene sucediendo desde hace varios meses, los precios al consumidor siguieron sometidos a presiones alcistas por cuenta del choque climático asociado con el fenómeno de El Niño y por la depreciación acumulada del peso. Adicionalmente, y como se esperaba, la existencia de mecanismos automáticos

de indexación a la inflación de fin de año, empezó a traducirse en reajustes crecientes para varios ítems de la canasta del consumidor en este primer mes de 2016.

40. La inflación básica medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco también aumentó, situándose en 5,73% frente a 5,43% de diciembre. Los cuatro indicadores presentaron alzas de importancia, siendo el registro más alto el del IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (6,15%) y el más bajo el del IPC sin alimentos (5,54%). Para este último, sin embargo, el aumento de enero fue considerable (37 pb).
41. Dentro del IPC sin alimentos, los incrementos fueron generalizados. En el caso de los regulados, su variación anual pasó de 4,3% en diciembre a 5,0% en enero. Al igual que en meses anteriores, la presión al alza provino principalmente de las tarifas de gas domiciliario y de las de energía eléctrica. Estos precios siguen siendo afectados por factores como la escasez de lluvias, la depreciación, el aumento de la inflación al productor y los cuellos de botella en la producción y el transporte (esto último en el caso del gas, especialmente). El precio de la gasolina, por el contrario, sigue ejerciendo presiones a la baja gracias a que la caída de los precios internacionales ha más que compensado el aumento del tipo de cambio.
42. En la canasta del IPC de transables sin alimentos ni regulados, los incrementos también fueron importantes. A enero, la variación anual de esta sub canasta fue 7,39%, lo que significó un aumento de 30 pb frente al dato del mes anterior. La depreciación acumulada sigue presionando al alza estos precios, aunque hasta ahora no puede afirmarse que el grado de transmisión esté siendo mayor que el previsto.
43. Respecto al IPC de no transables sin alimentos ni regulados, la variación anual en enero (4,46%) aumentó frente al dato de diciembre (4,21%). Como se ha explicado en informes anteriores, la depreciación acumulada siguió ejerciendo presiones alcistas a través de servicios como los de seguros para automóvil o servicios de TV y video, por ejemplo. Adicionalmente, en este mes se empezó a hacer más evidente cómo algunos precios de servicios (de salud, arriendos y otros) podrían estarse ajustando a tasas crecientes, en vista de que utilizan como referencia la inflación de diciembre del año inmediatamente anterior y/o el incremento del salario mínimo. De todas maneras, en enero la indexación dista mucho de haber sido plena y la variación anual de precios para la mayoría de los ítems de esta sub canasta estuvo por debajo de la inflación de diciembre (6,77%). Sin embargo, para tener una mejor idea al respecto habrá que esperar

los resultados de los próximos dos meses, cuando es razonable esperar que un porcentaje importante de empresas haya ajustado precios.

44. Los costos no laborales continuaron presionando al alza los precios al consumidor según lo sugiere el comportamiento del IPP. En enero la inflación anual al productor de oferta interna (producidos y consumidos más importados) se situó en 10,0% frente a 9,6% en diciembre. Dicho incremento se explica por las presiones provenientes de los bienes producidos y consumidos localmente, cuya variación anual aumentó de 6,0% en diciembre a 6,9% en enero. Por el contrario, la del componente importado cayó frente al mes anterior (pasó de 18,0% a 17,3%), como resultado de que el ritmo de depreciación anual tendió a reducirse pese a que el nivel del tipo de cambio aumentó.
45. En cuanto a los costos laborales, con información a enero, el ajuste de los salarios de la construcción aumentó frente al mes anterior (de 3,7% a 4,6% para la construcción pesada y de 4,2% a 4,7% para la de vivienda). En contraste, con información a diciembre el ajuste de los salarios del comercio se redujo de 3,5% a 2,9%.
46. Las expectativas de inflación para diciembre de 2016 obtenidas de la encuesta mensual a analistas financieros y recogidas a comienzos de febrero se situaron en 5,49% (4,83% en la encuesta de enero); la inflación esperada a doce y a veinticuatro meses no presentó cambios de importancia (pasó de 4,50% a 4,54% y de 3,68% a 3,70%, respectivamente). Por su parte, en promedio para lo corrido de febrero (hasta el día 16) frente a los datos promedio de enero, las inflaciones implícitas (Breakeven Inflation, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR se mantuvieron estables para todos los plazos (2, 3, 5 y 10 años). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de febrero a 2, 3, 5 y 10 años son 4,89%, 4,71%, 4,65% y 4,93%, respectivamente.