



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

Informe de política monetaria



**BANCO DE LA REPÚBLICA
SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS**

Descripción del contexto externo que enfrenta la economía colombiana, la evolución del comercio exterior, el comportamiento de la demanda interna, el producto y el crédito, y el comportamiento de la inflación y las expectativas de inflación

I. Contexto externo, exportaciones e importaciones

1. Durante el segundo trimestre de 2014 la actividad económica mundial se habría expandido a un ritmo moderado, pero probablemente mayor que el observado en el primer trimestre.
2. En los Estados Unidos el registro del PIB del primer trimestre del año exhibió una caída importante, como consecuencia del debilitamiento de todos los componentes de la inversión, acompañada de reducciones en las exportaciones y en el gasto gubernamental. De forma similar, el consumo presentó un incremento menor que el del último trimestre de 2013.
3. Pese a lo anterior, las cifras del segundo trimestre sugieren un repunte importante en el crecimiento durante este periodo. En este sentido, la producción industrial y las ventas al detal, mostraron aumentos en términos trimestrales y anuales.
4. En efecto, según el primer estimativo para el segundo trimestre de 2014, el crecimiento de los Estados Unidos creció 4,0% trimestral anualizada (t.a.) durante este período. Lo anterior estuvo explicado principalmente por el buen comportamiento de la inversión (residencial y no residencial). De manera similar, el consumo de los hogares presentó un buen registro al aumentar en 2,5% t.a. Cabe señalar que si bien el comercio exterior neto le restó al crecimiento, muestra un fuerte incremento tanto de las exportaciones como de las importaciones.
5. En cuanto al mercado laboral estadounidense, la tasa de desempleo mantiene una tendencia a la baja, resultado de una mayor creación de empleos en la economía. Al tiempo, otros indicadores, como la tasa de subempleo o la duración promedio del desempleo, siguen mostrando mejoras, aunque aún se mantienen alejados de sus niveles pre-crisis.
6. En la zona del euro la actividad económica durante el primer trimestre del año siguió recuperándose a un ritmo lento. Con cifras a junio, los indicadores de opinión en los sectores de manufacturas y servicios permanecieron en terreno expansivo, mientras que los índices de confianza de empresarios y consumidores mostraron de nuevo una tendencia positiva. Pese a esto, las ventas al por menor y la producción industrial siguen exhibiendo ritmos de crecimiento muy moderados. Es de destacar el contraste entre el buen comportamiento de las cifras de Alemania y los malos datos provenientes de Francia.

7. En el caso de China, el crecimiento del PIB se aceleró ligeramente en el segundo trimestre y registró una expansión anual de 7,5%, en parte como resultado de políticas fiscales y monetarias expansivas orientadas a sectores específicos de la economía. Por otro lado, las cifras de producción industrial y las de las ventas se estabilizaron.
8. En contraste, las cifras de actividad real en América Latina para el primer trimestre sugieren que las economías de la región, a excepción de Colombia, siguen creciendo a tasas anuales menores a las registradas en trimestres anteriores. Parte de esta desaceleración estaría relacionada con la debilidad de la demanda externa y con menores términos de intercambio. Para el segundo trimestre también se espera un desempeño mediocre en varios de estos países.
9. En relación con los precios internacionales de los bienes básicos exportados por Colombia, las cotizaciones del petróleo han mostrado una mayor volatilidad en las últimas semanas como consecuencia de la inestable situación geopolítica en Rusia y Ucrania, así como por nuevos brotes de conflicto en el Medio Oriente. Por su parte, los precios del carbón, del níquel y del café han mostrado estabilidad. En lo referente a las cotizaciones de algunos alimentos importados se observa una fuerte tendencia a la baja.
10. En cuanto a la inflación en las principales economías desarrolladas, la variación de los precios se mantuvo baja en Europa, mientras que en los Estados Unidos presentó un leve repunte. En este contexto, los principales bancos centrales mantuvieron su postura monetaria expansiva. En el caso del Banco Central Europeo, se adoptaron medidas adicionales (reducción de la tasa de referencia, operaciones de refinanciamiento de largo plazo (LTRO), tasa de interés negativa para las reservas) para mitigar el riesgo de deflación. En cuanto a la Reserva Federal de los Estados Unidos, los recortes en las compras mensuales de activos se mantuvieron de acuerdo con lo esperado por el mercado.
11. En lo referente a las economías emergentes, el panorama inflacionario continúa siendo heterogéneo. Mientras que en Colombia la inflación está en el rango meta, en Chile, Brasil y Perú esta se encuentra en o por encima del límite superior de dicho rango. A pesar de ello, en las últimas semanas los bancos centrales de México, Chile y Perú redujeron sus tasas de referencia.
12. Los conflictos geopolíticos en Ucrania y en el Medio Oriente han aumentado la volatilidad en los mercados financieros, especialmente en Europa. Sin embargo, la percepción de riesgo de América Latina no presentó grandes cambios en las últimas semanas.

a. Exportaciones e importaciones

13. En mayo las exportaciones totales en dólares registraron un crecimiento anual de 2,9%, gracias al aumento conjunto de las exportaciones mineras (5,7%) y principales productos agrícolas (32,7%). Por otro lado, las industriales cayeron 13,5%, mientras que el resto tuvo una disminución de 36,7%. Dentro de las exportaciones mineras, los aumentos se registraron en carbón (40,4%) y crudo (8%). En cuanto a las agrícolas, se observaron crecimientos en las de banano (64,8%), café (26,4%) y flores (22,8%).
14. La reducción en la ventas externas de productos industriales se explica en mayor medida por la caída de las exportaciones de vehículos (-70,3%), productos químicos (-9%), carne (-79,5%) y confecciones (-22,6%); siendo los destinos con mayor disminución Argentina (-86,6%), Venezuela (-30,4%) y México (-20%).
15. En el acumulado enero-mayo, el valor de las exportaciones en dólares cayó 4,6% con respecto al mismo período del año anterior. Esta baja se asocia con la disminución de 4,8% en las ventas externas de productos mineros y de 9,4% en las exportaciones industriales. Dentro de las exportaciones de principales bienes de origen minero, las mayores disminuciones ocurrieron en oro (-45,3%) y derivados del petróleo (-24,3%); y dentro del grupo de bienes industriales se destaca la caída de vehículos (-55,2%), caucho y plástico (-18%) y productos químicos (-3,6%). Por su parte, las exportaciones agrícolas crecieron 14,3% en términos anuales por el aumento conjunto de las ventas externas de café (17,9%), banano (29%) y flores (2,2%).
16. En el mes de abril las importaciones totales tuvieron un aumento de 5,6% frente al mismo mes del año anterior. A este comportamiento contribuyeron los crecimientos de las importaciones de bienes de consumo (13,2%), bienes intermedios (3,5%) y bienes de capital (1,2%). En el primer caso, se registraron incrementos tanto en las importaciones de bienes no durables (13,5%) como de durables (12,9%); donde los aumentos más significativos en productos alimenticios (14,3%) y vehículos (16%). En el caso de los bienes intermedios, el incremento más importante ocurrió en las compras de combustibles y lubricantes (25,2%); y dentro de los bienes de capital el único crecimiento, lo presentó el equipo de transporte (11,4%).
17. Entre enero y abril de 2014, el valor total en dólares de las importaciones CIF creció 4,5%; comportamiento explicado por las mayores compras de bienes intermedios (11,1%) y bienes de consumo (3,4%). Estos aumentos fueron compensados de manera parcial por la caída en las importaciones de bienes de

capital (-3,7%). Dentro del grupo de bienes intermedios, el mayor aumento lo presentó el rubro de combustibles y lubricantes (34,3%), y dentro de los bienes de consumo el rubro de bienes durables (5,5%). Los bienes de capital disminuyeron en gran parte por la caída registrada en las importaciones de equipo de transporte (-18,4%).

II. Demanda interna, crecimiento y crédito

18. La información disponible sugiere que durante el segundo trimestre de 2014 la actividad económica se habría expandido a una tasa anual menor que la registrada durante los primeros tres meses del año. Algunos componentes de la demanda mantendrían el dinamismo del primer trimestre, mientras que otros normalizarían su crecimiento. El consumo privado se habría beneficiado de la recuperación de la confianza de los hogares, el buen crecimiento del crédito de consumo y las constantes mejoras del mercado laboral. Por otra parte, en lo referente a las obras civiles se espera una moderación. Hay que tener en cuenta que la menor cantidad de días hábiles del segundo trimestre frente a lo observada en 2013, debido a la presencia de la Semana Santa en el mes de abril (y no en marzo, como sucedió en el año anterior), tiende a reducir el crecimiento anual.
19. Todos los indicadores de consumo sugieren un buen desempeño para este agregado. Los resultados de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE muestran que las ventas minoristas tuvieron en el bimestre abril-mayo una expansión de 8,2%, frente al mismo periodo de 2013. En mayo el crecimiento fue de 8,5% anual. Al descontar las ventas de vehículos el incremento fue de 8,8% y 8,6%, respectivamente. De otro lado, el comportamiento de las ventas de vehículos y motocicletas apunta a una dinámica fuerte del gasto en bienes durables, aunque menor que en el primer trimestre. En línea con lo observado por el DANE, el balance de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República sugiere que durante abril y mayo el consumo de los hogares habría mostrado un buen ritmo de expansión.
20. Adicionalmente, en el segundo trimestre el promedio del índice de confianza del consumidor, publicado por Fedesarrollo, se ubicó por encima del primero y del promedio desde 2001. Esta recuperación obedeció, principalmente, a una mejor percepción de los consumidores acerca del futuro, razón por la cual el comportamiento del consumo no debería cambiar de manera significativa en lo que resta del año.

21. Otros indicadores también señalan un buen comportamiento del gasto de las familias en dicho período; tal es el caso de aquellos asociados con el mercado laboral. La información a mayo indica que la tasa de desempleo ha continuado reduciéndose de manera generalizada. Este descenso se explica por el incremento del empleo, en particular del asalariado, observado en los últimos meses.
22. Por otro lado, la cartera de los hogares muestra que a junio el financiamiento del consumo se expandió en términos reales a una tasa anual de 8,7%, cifra algo menor que el 9,8% de diciembre de 2013. Las tasas de interés reales que enfrentan los hogares también fueron menores durante el primer trimestre, esto por cuenta del comportamiento de la inflación.
23. En lo que se refiere a la inversión, los indicadores muestran una menor dinámica frente a lo observado el primer trimestre del año. De acuerdo con el balance de la pregunta de la EMEE acerca de las expectativas de inversión de los empresarios, en el segundo trimestre la formación bruta de capital sin obras civiles ni construcción registraría expansiones levemente menores a las observadas durante el primer trimestre del año. En esa misma dirección apunta la evolución de las cifras de importaciones de bienes de capital de equipo de transporte y para la industria.
24. En materia de comercio exterior, las exportaciones del segundo trimestre se habrían visto afectadas por los atentados a la infraestructura del sector petrolero. Lo anterior no habría sido compensado por el buen desempeño de la producción de carbón. Para el caso de las importaciones, se esperan incrementos menores que los registrados en el primer trimestre del año.
25. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles sugieren que el PIB de la industria en el segundo trimestre no crecería en términos anuales. En mayo, el índice de producción industrial (IPI) sin trilla de café creció 2,0%; a pesar de esto, el bimestre (abril-mayo) mostró una caída de 0,2%. Este comportamiento está influenciado, en parte, por el efecto calendario de la Semana Santa. Al desestacionalizar la serie, se aprecia un estancamiento en el nivel, acompañado de un leve empinamiento del componente tendencial, lo que sugiere una recuperación moderada de la industria.
26. Otros indicadores de la industria para el mes de junio ratifican lo anterior. De acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo, el indicador de pedidos mostró en ese mes un leve retroceso, aunque su componente tendencial tiene una pendiente ascendente. El indicador de existencias también desmejoró con respecto a mayo pero su componente tendencial se mantuvo estable. Por otra parte, aunque las

expectativas de los industriales a tres meses mejoraron levemente, su tendencia no se vio afectada. Como resultado de lo anterior, el índice de confianza de los industriales cayó muy poco en junio, pero su componente tendencial muestra una pendiente positiva.

27. Con información a junio, la demanda de energía industrial, un indicador que presenta alguna relación contemporánea con el IPI, cayó 2,2% anual. Esto sugeriría una desaceleración del IPI para dicho mes.
28. Se espera que el sector de transporte y el del comercio mantengan el dinamismo observado en el primer trimestre. En el caso del comercio, la información de Fedesarrollo y Fenalco muestra que la percepción actual se mantiene inalterada, mientras que las expectativas a seis meses se ubican en niveles más favorables que lo reportado en meses anteriores.
29. En lo que respecta a la minería, podría ocurrir un crecimiento menor para el segundo trimestre, como consecuencia, principalmente, del deterioro que se ha observado en la producción de petróleo. En efecto, la producción de petróleo durante dicho trimestre se ubicó por debajo del millón de barriles (964 mbd) y presentó una caída anual de 3,6%.
30. En el sector de la construcción, los indicadores disponibles sugieren que el buen desempeño observado en el primer trimestre continuaría en los siguientes tres meses. En particular, la producción de cemento creció anualmente 15,3% en mayo y 15,6% en promedio entre abril y mayo, luego de haber registrado una expansión entre enero y marzo de 10,1% en promedio. Las licencias de construcción crecieron 11,1% en el bimestre abril-mayo y el acumulado doce meses mantiene una tasa de expansión de 7,14% en mayo.
31. En el sector agropecuario, la Federación de Cafeteros reportó que la producción de café creció en el segundo trimestre a una tasa anual de 12,3%, luego de haberlo hecho a una de 35% en los primeros tres meses del año. Asimismo, el sacrificio de ganado cayó 9,2% en términos anuales como consecuencia de la fase de retención que actualmente tiene la actividad dentro de su ciclo de producción.

III. Comportamiento de la inflación

32. En junio, la inflación anual disminuyó y se situó en 2,79%, 14 puntos base (pb) por debajo del dato del mes anterior. Luego de alcanzar el mínimo reciente en

noviembre de 2013 (1,76%), la inflación anual aumentó de manera ininterrumpida hasta mayo (**Cuadro 1**). La cifra de junio resultó menor que lo esperado por el equipo técnico y por los analistas del mercado. En términos mensuales, la variación fue 0,09%. La disminución de la inflación anual en junio se concentró en las canastas de alimentos y de no transables sin alimentos ni regulados.

33. La inflación básica también disminuyó en junio, después de varios meses de aumentos continuos. De acuerdo con el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el equipo técnico, su nivel fue de 2,76% frente a 2,87% de mayo (**Cuadro 1**). Los cuatro indicadores se redujeron en esta oportunidad, siendo el núcleo 20 el que mantiene la estimación más alta (3,0%) mientras que el más bajo correspondió al IPC sin alimentos primarios, servicios públicos y combustibles (2,5%). La inflación sin alimentos se situó en 2,7% aproximadamente, 10 pb menos que hace un mes.

Cuadro 1

Comportamiento de la inflación a junio de 2014

Descripción	dic-13	mar-14	abr-14	may-14	jun-14	Participación en porcentaje	
						en la desaceleración del mes	en la aceleración del año corrido
Total	1,94	2,51	2,72	2,93	2,79	100,00	100,00
Sin alimentos	2,36	2,62	2,85	2,76	2,66	50,55	25,33
Transables	1,40	1,65	1,83	1,95	1,94	2,32	14,83
No transables	3,76	3,55	3,51	3,68	3,45	49,06	-10,34
Regulados	1,05	2,21	3,05	2,14	2,14	-0,82	20,85
Alimentos	0,86	2,23	2,39	3,35	3,11	49,45	74,67
Perecederos	-0,16	3,17	6,89	10,97	8,92	58,58	41,01
Procesados	-0,24	0,92	0,51	1,23	1,44	-22,54	30,84
Comidas fuera del hogar	3,26	4,13	3,73	3,75	3,52	13,40	2,82
Indicadores de inflación básica							
Sin Alimentos	2,36	2,62	2,85	2,76	2,66		
Núcleo 20	2,72	2,86	2,80	3,14	3,04		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs	2,19	2,53	2,54	2,63	2,53		
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,74	2,80	2,95	2,81		
Promedio primeros 4 indicadores	2,51	2,69	2,75	2,87	2,76		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

34. Dentro del IPC sin alimentos, en junio se destaca la disminución de la variación anual de los no transables sin alimentos ni regulados (**Cuadro 1**). En buena medida, este hecho obedeció a las rebajas en el segmentos de diversión, cultura y esparcimiento (por boletas de fútbol) lo que reversa las alzas observadas en mayo. Otro aspecto por señalar en la subcanasta de no transables sin alimentos ni regulados es el comportamiento del IPC de arriendos, cuya variación anual volvió a disminuir este mes, situándose en 3,2%. El descenso en lo corrido del año se ha presentado sobre todo en Bogotá, en los estratos medio y bajo. El ítem de arriendos pesa el 61% de la subcanasta y el 18,6% del IPC total.

35. En las canastas de regulados y en la de transables sin alimentos ni regulados, la variación anual se mantuvo estable en los niveles del mes anterior (**Cuadro 1**). En regulados los ajustes fueron significativos en el caso de las tarifas de energía eléctrica, sin embargo fueron compensados por bajas en la de gas domiciliario y acueducto. En energía, cabe señalar que los precios en bolsa, un factor determinante en la fijación de las tarifas al consumidor, descendieron de manera importante en las últimas semanas, revirtiendo el alza observada 3 meses atrás. Asimismo, el nivel de los embalses tendió a normalizarse desde el segundo trimestre de este año, luego de mostrar algunas caídas por debajo de niveles normales durante la segunda mitad del año pasado.
36. En transables sin alimentos ni regulados, las alzas que volvieron a observarse en automóviles y bienes relacionados con su uso, fueron compensadas con descensos en los precios de pasajes aéreos, celulares y accesorios y televisores. Aunque en algunos casos esas disminuciones podrían ser puntuales y estacionales, es probable que la apreciación del peso desde abril esté comenzando a transmitirse a diversos precios de esta subcanasta.
37. Respecto a los alimentos, el grueso de la desaceleración de la variación anual en junio provino de los precios de los perecederos (**Cuadro 1**). Se presentaron caídas de precios en papa, otros tubérculos y algunas frutas. Estos productos habían acumulado alzas de alguna consideración en meses anteriores. No obstante, otros productos perecederos y procesados siguieron presentando aumentos, destacándose el caso de la carne de res. En relación con este último producto, al parecer se estaría iniciando una fase de retención ganadera que puede llevar a nuevas alzas en precios durante el segundo semestre. En junio, la variación anual de comidas fuera del hogar disminuyó (**Cuadro 1**).
38. En junio las presiones originadas en los costos salariales se mantuvieron contenidas a juzgar por los ajustes de los salarios, los cuales siguieron fluctuando entre 3,0% y 4,0%. Sin embargo, de continuar las tendencias actuales en materia de crecimiento y empleo, ambos factores podrían ejercer presiones alcistas en los próximos trimestres.
39. Para los costos no salariales, la apreciación del peso que se ha dado desde abril también estaría frenando las presiones alcistas que se observaron en meses anteriores. Así, la variación anual del IPP pasó de 3,1% en mayo a 2,5% en junio y esto fue posible sobre todo gracias al descenso del IPP importado (de 1,8% a 0,0%).

40. Las expectativas de inflación a finales del año y a doce meses descendieron un poco en junio, de acuerdo con la encuesta mensual efectuada por el Banco de la República a los analistas del mercado financiero, y se situaron en 3,27% y 3,16%, respectivamente. Por su parte, la encuesta trimestral aplicada por el Banco a empresarios muestra que estos esperan una inflación de 2,94% a doce meses. En este caso, el 100% de los encuestados considera que la meta de este año se cumplirá. Finalmente, las expectativas derivadas de la curva de rendimiento de los TES a horizontes de dos, tres y cinco años se mantenían alrededor del 3,0% (con cifras al 23 de julio).