



# 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. Con cifras a mayo, la economía mundial continúa en su senda de recuperación. Los países avanzados consolidan su salida de la recesión, pero su ritmo de crecimiento es relativamente débil por lo que no alcanzan el nivel de actividad de 2008. Los emergentes, por su parte, experimentan una desaceleración. Sin embargo, cabe destacar que las cifras recientes sugieren una estabilización del crecimiento de la economía china.
2. Después de una contracción del PIB de los Estados Unidos en el primer trimestre de 2014, la información a mayo muestra que la actividad real se aceleró en el segundo trimestre. El crecimiento de las ventas al por menor fue positivo, tanto en términos anuales como mensuales, y los índices de sentimiento en los sectores de manufacturas y servicios se ubicaron en terreno expansivo. En relación con el mercado laboral, en mayo la tasa de desempleo se ubicó de nuevo en 6,3% y la creación neta de empleo fue superior a los 200.000 puestos de trabajo.
3. A pesar del buen desempeño de la economía estadounidense en el segundo trimestre, los analistas están reduciendo los pronósticos de crecimiento para todo 2014, como consecuencia del débil desempeño de comienzos de año.
4. En la zona del euro, la producción industrial creció en abril, en términos anuales y mensuales. En mayo, los índices de confianza empresarial y de los consumidores siguieron recuperándose, y los indicadores de sentimiento en los sectores de manufacturas y servicios permanecieron en terreno expansivo. Todo parece indicar que las economías de esa región se comportan de acuerdo con lo previsto por el mercado y por el equipo técnico del Banco.
5. En Japón el crecimiento del PIB se aceleró en el primer trimestre del año, debido al mayor dinamismo del consumo de los hogares y de la inversión. El aumento de los impuestos a partir de abril podría explicar la mayor expansión del consumo de los hogares, quienes habrían anticipado parte de sus gastos.
6. Por el lado de los emergentes, la expansión de la actividad industrial registrada para el mes de mayo en China, así como de las ventas al por menor y de las exportaciones, muestran que el crecimiento de esa economía comienza a estabilizarse. En contraste, Rusia registró una tímida expansión en el primer trimestre y se espera que su crecimiento sea apenas positivo en 2014. La crisis de Ucrania ha afectado el desempeño económico de los países en desarrollo tanto de Europa como de Asia Central.

7. En otras economías de Asia, el crecimiento de la producción durante el primer trimestre mostró señales favorables, aunque se ubicó en niveles inferiores a los observados en la última década. Por su parte, en América Latina la expansión anual del PIB se desaceleró en varios países, como resultado de los menores precios de algunos bienes básicos y del pobre desempeño de la economía estadounidense en el primer trimestre, entre otros.
8. En relación con los precios de los bienes básicos, en mayo y lo corrido de junio las cotizaciones del petróleo se mantuvieron por encima de la estimación del equipo técnico para el promedio de 2014 (US\$105 por barril para la referencia Brent, publicado en el Informe sobre Inflación de marzo 2014). Por su parte, los precios del níquel siguieron aumentando, mientras que los del carbón y del café cayeron. En cuanto a los precios de los productos importados, los del trigo y del maíz se redujeron, mientras que los de la soya no presentaron grandes variaciones.
9. Con excepción de Japón, donde el aumento de los impuestos en abril afectó las cifras del costo de vida, la inflación de las principales economías desarrolladas permaneció en niveles bajos, en especial en la zona del euro, donde la variación de precios siguió cayendo.
10. En las economías emergentes la inflación continuó repuntando en algunos países de América Latina, mientras que en Asia se ha estabilizado.
11. En términos de política monetaria, el anuncio más importante fue el del Banco Central Europeo, que redujo su tasa de intervención y estableció algunas medidas de estímulo monetario con el propósito de actuar contra la deflación. Por su parte, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) mantuvo su postura de normalización de la política monetaria.
12. Los mercados financieros globales han presentado un desempeño favorable durante las últimas semanas. Los índices de actividad bursátil se valorizaron y la percepción de riesgo se redujo. En América Latina las primas de riesgo continuaron descendiendo, en tanto que las tasas de cambio respecto al dólar de las principales monedas han mostrado comportamientos disímiles. En los casos de Chile y Perú se ha observado cierta estabilidad, que contrasta con los altibajos que se observan en Brasil y la tendencia decreciente de Colombia. En este último caso como resultado de las entradas de capital relacionadas con los cambios en los portafolios de referencia de JP Morgan. No obstante, los síntomas de un mejor desempeño de la economía de los EEUU y su efecto sobre las expectativas

de un ajuste de las tasas de interés de política en ese país, hacen que la tendencia futura de las tasas de cambio en la región sea particularmente incierta.

13. En ese contexto, en abril las exportaciones totales en dólares registraron una disminución anual de 13,1%, debido a la caída de 13% en los principales productos de origen minero (petróleo y sus derivados, carbón, ferróníquel y oro), de 13,8% en los productos industriales, 2,4% en los principales bienes agrícolas (café, banano y flores) y 52,7% en el resto de productos.
14. Dentro de las exportaciones mineras, los derivados del petróleo registraron en abril la mayor contracción anual (-38,7%), y en el caso de las agrícolas su comportamiento se explica por flores (-29%) y banano (-34,7%). La dinámica observada en los productos industriales se debe a las menores ventas de la mayoría de rubros, con excepción de alimentos y bebidas y manufacturas de metal, cuyas exportaciones crecieron 14,4% y 12%, respectivamente. Se destacan las disminuciones en productos químicos (-10,2%) y minerales no metálicos (-32,9%); siendo para estos rubros los destinos de mayor contracción Brasil (-37%) y Ecuador (-19,6%).
15. En el acumulado enero-abril el valor de las exportaciones en dólares disminuyó 6,8% con respecto al mismo período del año anterior, debido a la caída de 7,8% en los principales productos mineros, de 8,2% en productos industriales y de 14,1% en el resto de productos. Por su parte, las ventas externas de los principales bienes agrícolas crecieron 9,1% en términos anuales, principalmente por café (15,6%) y banano (18,2%). Las menores exportaciones industriales se explican en gran medida por las disminuciones observadas en vehículos (-49%), caucho y plástico (-20,7%) y textiles (-22,1%).

## **II. Demanda interna, crecimiento y crédito**

16. El crecimiento del PIB fue 6,4% en términos anuales durante los primeros tres meses de 2014. Esta cifra se ubicó por encima del techo del rango de pronóstico presentado en el anterior Informe sobre Inflación (entre 4,2% y 5,4%, con centro en 4,8%).
17. Adicionalmente, el DANE revisó al alza las estimaciones de crecimiento para 2013. En dicho año el PIB habría crecido 4,7% y no 4,3%, como se había reportado. Todos los trimestres del año pasado fueron corregidos hacia arriba.

18. Para el primer trimestre de 2014, por el lado de la oferta se destacó la dinámica de los sectores de la construcción; de los servicios sociales, comunales y personales, y de la agricultura, con crecimientos de 17,2%, 6,3% y 6,1%, respectivamente (**Cuadro 1**). En el caso de la construcción, la mayor expansión se dio en obras civiles (24,8%), aunque el incremento de las edificaciones también fue significativo (7,9%).
19. Es importante resaltar que la industria registró un crecimiento positivo (3,3%), luego de dos años de tasas negativas. Este comportamiento se dio, en parte, por una mayor cantidad de días hábiles durante el primer trimestre frente al mismo período de 2013.

**Cuadro 1**  
Crecimiento Anual del PIB por el lado de la Oferta

Rama de Actividad	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13	2013	mar-14
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	3.1%	7.6%	5.2%	5.9%	5.5%	6.1%
Explotación de minas y canteras	1.0%	4.3%	6.8%	7.8%	4.9%	5.6%
Industrias manufactureras	-4.8%	1.1%	-0.2%	0.0%	-1.0%	3.3%
Suministro de electricidad, gas y agua	4.4%	5.9%	4.0%	5.3%	4.9%	3.1%
<b>Construcción</b>	11.1%	6.1%	23.3%	8.6%	12.0%	17.2%
Edificaciones	11.1%	11.9%	29.9%	-3.0%	11.4%	7.9%
Obras civiles	11.3%	1.9%	18.8%	20.6%	12.7%	24.8%
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2.9%	4.3%	4.6%	5.5%	4.3%	5.6%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	2.1%	3.2%	3.5%	3.5%	3.1%	4.5%
Establecimientos financieros [...]	3.8%	4.6%	6.0%	5.7%	5.0%	6.0%
Actividades de servicios sociales [...]	5.0%	5.1%	5.0%	6.2%	5.3%	6.3%
<b>Subtotal Valor Agregado</b>	2.7%	4.3%	5.6%	5.2%	4.5%	6.3%
Impuestos menos subvenciones	3.8%	4.6%	5.7%	4.5%	4.7%	7.7%
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	2.9%	4.6%	5.8%	5.3%	4.7%	6.4%
Producto Interno Bruto (Publicación Marzo 2014)	2.6%	4.0%	5.4%	4.9%	4.3%	

Fuente: DANE, Cuentas Nacionales.

20. El PIB no transable se expandió a una tasa anual de 7,1%, mientras que el transable lo hizo en 5,4% durante los primeros tres meses del año. Si a este último se le descuenta la producción de la minería, el incremento sería de 5,3% anual.
21. El DANE no ha publicado aún las cifras del PIB por el lado de la demanda; sin embargo, la información disponible sugiere que la aceleración de la actividad económica se habría explicado por el dinamismo de la demanda interna, y en especial por el componente de inversión (según lo muestra el crecimiento del

sector de la construcción y los datos de importaciones de bienes de capital para la industria y para la agricultura).

22. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre sugieren que la demanda interna, y en particular el consumo de los hogares, mantiene su dinámica, aunque también anticipan un menor crecimiento en varios sectores de la economía.
23. La información de la Muestra mensual de comercio al por menor (MMCM), publicada por el DANE, muestra que las compras de los hogares se desaceleraron levemente en abril frente al registro de marzo, pero mantienen el crecimiento registrado para el promedio de los primeros tres meses del año (7,2% en abril frente a 8,3% en marzo y 7,2% en el primer trimestre). El promedio del bimestre marzo-abril, que corrige por el problema de días hábiles, creció en términos anuales 7,8%.
24. De manera similar, la Encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República para el mes de abril, revela que las ventas esperadas por los encuestados habrían sido mayores que las registradas en el primer trimestre del año.
25. Las cifras de ventas de vehículos publicadas por Fenalco y Econometría sugieren que el consumo durable habría registrado un comportamiento favorable durante el segundo trimestre. La tasa de crecimiento para el bimestre abril-mayo fue de 3,7%, lo que corresponde a cerca de 1.800 unidades vendidas más que en el mismo periodo de 2013.
26. En mayo el índice de confianza del consumidor (ICC), publicado por Fedesarrollo, se incrementó con respecto a los niveles de los últimos meses y se ubicó por encima de los promedios del primer trimestre, así como de todo 2013 y del promedio desde 2001. Los componentes de condiciones económicas y de expectativas de mediano y largo plazo aumentaron frente a sus niveles de abril y marzo.
27. Adicionalmente, la cartera de consumo se aceleró levemente en mayo por segundo mes consecutivo, pasando de crecer en términos anuales 11,3% en marzo, a 11,5% en abril, y a 11,8% en mayo. A lo anterior se suma que las tasas de interés reales muestran una tendencia decreciente desde hace unos meses por cuenta de los mayores registros de inflación y permanecen por debajo de sus promedios históricos (calculados desde el año 2000).

28. Por otro lado, los indicadores del mercado laboral continúan sugiriendo mejoras en las condiciones de trabajo. El crecimiento del empleo se ha mantenido en tasas aceptables en los últimos meses, y está concentrado, principalmente, en el componente asalariado.
29. Respecto a la inversión, el dato de abril de la EMEE sugiere una leve desaceleración de la formación bruta de capital fijo, distinta de la relacionada con construcción de edificaciones y de obras civiles.
30. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial cayó 2,2% anual en abril, menos de lo que esperaba el equipo técnico del Banco. A pesar de esto, el componente tendencial de la serie mantuvo una senda expansiva. Así, las tasas de crecimiento para el bimestre marzo-abril y para el año corrido fueron 3,2% y 2,6%, respectivamente.
31. La producción de cemento se incrementó 15,9% en abril. La tendencia de la serie continúa mostrando una pendiente ascendente, por lo que se augura un buen comportamiento del sector de la construcción hacia el futuro. Los despachos también registraron incrementos por encima del 10%.
32. En mayo la demanda de energía total y de la no regulada registró aumentos. En el primer caso lo hizo en un 4,8% (frente al 1,2% de abril), mientras que en el segundo la expansión fue de 0,5%, cifra mayor que el -3,3% registrado en abril para este renglón.
33. La producción de petróleo cayó 6,8% en mayo en términos anuales. Este resultado se explica por los atentados a la infraestructura petrolera que se presentaron durante dicho mes, hechos que afectaron el bombeo de crudo a través de los oleoductos Caño-Limón Coveñas y Bicentenario.
34. Según la información de la Federación Nacional de Cafeteros, la producción de café se incrementó un 12,1% en mayo frente al mismo mes de 2013. Esta cifra supone una recuperación con respecto a los niveles de los últimos meses.
35. La información anterior sugiere que el PIB podría crecer en 2014 a un ritmo mayor que el previsto en informes anteriores. Cabe recordar que el intervalo de pronóstico del equipo técnico para el crecimiento presentado en el informe trimestral anterior está entre 3% y 5%, con 4,3% como cifra más probable.

### **III. Comportamiento de la inflación**



36. La inflación anual al consumidor se incrementó de nuevo en mayo, situándose en 2,93%, esto es 21 puntos base (pb) más que lo registrado el mes anterior (**Cuadro 2**). El dato, que en términos de variación mensual ascendió a 0,48%, fue superior a lo esperado por el mercado y por el equipo técnico del Banco de la República. Las principales presiones alcistas se originaron en alimentos y en el grupo de diversión, cultura y esparcimiento.
37. La inflación básica también subió en esta oportunidad. El promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco cerró en 2,87%, 12 pb por encima del registro del mes anterior. Tres de los indicadores aumentaron, siendo el núcleo 20 el que exhibió el nivel más alto (3,1%) y por encima de 3,0% por primera vez desde hace 17 meses. La inflación sin alimentos ni regulados, por su parte, se situó muy cerca del punto medio del rango meta. Solo el IPC sin alimentos disminuyó de 2,9% en abril a 2,8% en mayo.
38. La disminución de la inflación anual sin alimentos se concentró en el IPC de regulados, pues los otros dos grandes componentes, transables y no transables, presentaron una aceleración. Dentro de los regulados, dicho comportamiento se debió a descensos mensuales en las tarifas de gas domiciliario, del transporte intermunicipal y, en menor medida, de la energía, los cuales pueden considerarse como hechos puntuales.

**Cuadro 2**

**Comportamiento de la inflación  
a mayo de 2014**

Descripción	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14	abr-14	may-14	Participación	Participación
							en porcentaje en la aceleración del mes	en porcentaje en la aceleración del año corrido
<b>Total</b>	2.16	2.27	1.94	2.51	2.72	2.93	100.00	100.00
<b>Sin alimentos</b>	2.48	2.36	2.36	2.62	2.85	2.76	-29.83	29.03
Transables	1.10	1.34	1.40	1.65	1.83	1.95	13.85	13.00
No transables	3.78	3.70	3.76	3.55	3.51	3.68	25.02	-1.64
Regulados	1.98	1.24	1.05	2.21	3.05	2.14	-68.71	17.67
<b>Alimentos</b>	1.34	2.05	0.86	2.23	2.39	3.35	129.83	70.97
Perecederos	2.44	5.94	-0.16	3.17	6.89	10.97	75.71	43.59
Procesados	-0.11	0.18	-0.24	0.92	0.51	1.23	53.20	23.02
Comidas fuera del hogar	3.51	3.74	3.26	4.13	3.73	3.75	0.91	4.37
<b>Indicadores de inflación básica</b>								
Sin Alimentos	2.48	2.36	2.36	2.62	2.85	2.76		
Núcleo 20	2.83	2.79	2.72	2.86	2.80	3.14		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs	2.14	2.19	2.19	2.53	2.54	2.63		
Inflación sin alimentos ni regulados	2.63	2.69	2.74	2.74	2.80	2.95		
<b>Promedio primeros 4 indicadores</b>	2.52	2.51	2.51	2.69	2.75	2.87		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

39. La variación anual del IPC de no transables aumentó 17 pb (a 3,7%) luego de los descensos de los dos meses anteriores. El grueso de este incremento se concentró en el grupo de diversión, cultura y esparcimiento y, en particular, en el rubro asociado con boletas de fútbol. Estas alzas suelen coincidir con las finales del torneo nacional, que en esta oportunidad se adelantó de junio a mayo. Teniendo en cuenta lo que ha sucedido en el pasado, dichos aumentos podrían revertirse en un gran porcentaje en los meses siguientes.
40. En relación con el IPC de arriendos, se presentó una variación anual de 3,4%, reduciéndose 9 pb frente al registro de abril. Este indicador, que muestra una tendencia descendente con algunas interrupciones desde hace 20 meses, representa el 18,6% de la canasta del IPC total y corresponde al 60% del grupo de no transables sin alimentos ni regulados.
41. Para el grupo de transables sin alimentos ni regulados, la variación anual del IPC se aceleró nuevamente en mayo y cerró cerca al 2,0%, un nivel que sigue siendo el más bajo comparado con el resto de principales componentes del IPC. La depreciación acumulada hasta marzo de 2014 se habría seguido transmitiendo a los precios al consumidor, a pesar de que en los últimos tres meses el peso ha tendido a fortalecerse. Cabe señalar que, de acuerdo con los modelos del Banco de la República, la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios al consumidor tarda entre uno y dos trimestres; esto en ausencia de otras

presiones. En el último mes continuaron observándose aumentos en el nivel de precios de vehículos, bebidas alcohólicas, algunos artículos de aseo para el hogar y algunas medicinas, entre otros.

42. Respecto al IPC de alimentos, en mayo su variación anual se situó en 3,4%, aumentando 100 pb frente a abril y por encima de lo esperado por el equipo técnico del Banco. Esta es la mayor aceleración entre un mes y otro para dicho indicador desde septiembre de 2011. En esta oportunidad se observaron aumentos en una amplia gama de productos, liderados por los alimentos perecederos de origen agrícola, cuya variación anual se aceleró en más de 300 pb, acentuando la tendencia alcista que se inició a finales del cuarto trimestre del año pasado. Parte de estos incrementos responderían al ciclo normal de la oferta de estos productos y serían una respuesta a los bajos precios relativos observados en la segunda mitad del año pasado.
43. Otros alimentos que también aumentaron de precio en el último mes fueron las carnes, los huevos y los lácteos. En el caso de los alimentos de origen importado (aceites y cereales, excepto arroz) las alzas siguieron siendo muy moderadas. El IPC de las comidas fuera del hogar tuvo una variación anual cercana a 3,8%, similar a la del mes anterior.
44. De acuerdo con la encuesta mensual realizada por el Banco de la República a los analistas del mercado en la primera semana de junio, las expectativas de inflación a finales de 2014 y a doce meses continuaron aumentando. En esta oportunidad, los valores respectivos fueron de 3,4% y 3,2%. Desde abril se observan valores superiores al punto medio del rango meta. Las expectativas derivadas de la curva de rendimientos de los TES también aumentaron, pero en menor medida.
45. Los costos no laborales habrían presentado pocas variaciones debido al comportamiento del IPP. La variación anual de este índice en mayo fue de 3,1%, menor que la observada un mes atrás (3,4%), con una variación mensual negativa (-13 pb). En buena parte, dicha reducción se explica por el comportamiento del IPP importado, asociado con la apreciación del peso de los últimos tres meses. La transmisión del tipo de cambio a los precios al por mayor es más alta y se da con menor rezago que en el caso del IPC. Adicionalmente, el IPP producido y consumido localmente también presentó un descenso en su variación anual que se explicó por el componente agropecuario (con y sin café), algo que contrasta con el comportamiento del IPC de alimentos.

46. Con la información disponible, los costos laborales tampoco señalan presiones importantes al alza sobre la inflación en lo corrido del año. En el caso de los salarios de la construcción, con cifras a mayo, estos se ajustaban a una tasa anual de alrededor de 4,0%. Para la industria y el comercio con datos a abril, el ritmo de ajuste fue menor, una vez se corrige por días hábiles. Debe tenerse en cuenta que la reducción de la contribución a salud a cargo del empleador (por 8,5%), que se empezó a implementar a partir de este año, puede amortiguar en parte el efecto de las alzas de los costos salariales, por lo menos durante 2014.