



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. Según las nuevas cifras oficiales, el producto interno bruto (PIB) de los Estados Unidos del primer trimestre de 2014 fue algo inferior al registrado tres meses atrás. Las condiciones climáticas adversas y una menor acumulación de inventarios frente a los altos niveles del período inmediatamente anterior, explicaron gran parte de este comportamiento. Así, el crecimiento oficial para el primer trimestre fue de -1,0% trimestre anualizado (t/a) en lugar de 0,1% t/a publicado un mes atrás. Adicional a lo anterior, la nueva cifra también reflejó la contribución negativa de las exportaciones netas, de la inversión en activos fijos y del gasto del gobierno; pese a ello, el consumo de los hogares continuó expandiéndose a un ritmo favorable.
2. La información disponible al segundo trimestre sugiere que la economía de los Estados Unidos continúa recuperándose. Por una parte, se espera que el efecto negativo de la actividad económica, producto de la menor acumulación de los inventarios, se disipe en los próximos meses. Por otra parte, las cifras de industria y ventas al por menor de abril se expandieron en términos anuales, mientras que los índices de opinión y confianza se ubicaron en niveles que sugieren que la economía sigue fortaleciéndose. En el mercado laboral la tasa de desempleo se redujo en abril, esta vez acompañada por una aceleración en la creación de empleo.
3. De acuerdo con la más reciente publicación de las minutas de la Reserva Federal, la mayoría de participantes del comité de política monetaria expresaron su preocupación por la lentitud de la recuperación del mercado de vivienda y sus efectos sobre la recuperación de la actividad económica. Entre los factores que pueden explicar este fenómeno se mencionaron los altos precios, cuellos de botella en el sector de construcción (debido a la escasez de mano obra), aumento en el costo de los insumos y menor disponibilidad de terrenos.
4. En la zona del euro el PIB se expandió a un ritmo modesto en el primer trimestre del año. El mayor dinamismo de Alemania y de España fue contrarrestado por la falta de crecimiento de Francia y la contracción de Italia. En abril la confianza de empresarios y consumidores siguió recuperándose, mientras que los índices de actividad en los sectores de manufacturas y servicios permanecieron en terreno expansivo. No obstante, factores como las dificultades en el mercado laboral y la fragmentación financiera continúan impidiendo una recuperación más rápida.
5. Por el lado de las economías emergentes, la actividad real de China siguió desacelerándose y para todo el año su crecimiento podría ubicarse por debajo de la meta de 7,5% fijada por el gobierno. En abril, los indicadores de industria, ventas al

por menor e inversión en activos fijos siguieron mostrando menores ritmos de aumento. En el caso de los dos primeros la desaceleración se moderó. Los riesgos en su mercado de finca raíz continúan aumentando.

6. En América Latina los términos de intercambio continuaron por debajo de los niveles observados en 2010-2012; de igual forma, las exportaciones se mantuvieron débiles. A pesar de este choque externo común a todas, algunos factores particulares de cada economía hacen que en el corto plazo se observe una desincronización en cada ciclo económico y que la posición en este (medida por la brecha del producto) sea distinta.
7. Así, para Chile y Brasil las proyecciones de crecimiento por parte del FMI y los analistas sugieren una desaceleración, caso contrario al de México, donde la actividad real se recuperaría. Para Colombia y Perú se espera un crecimiento similar al de 2013.
8. En relación con los precios internacionales de algunos bienes básicos exportados por el país, las cotizaciones del petróleo continúan por encima de lo esperado por el equipo técnico para el promedio de 2014. De igual forma, en las últimas semanas se ha observado un fuerte repunte en los precios del níquel; por su parte, las cotizaciones del café y del carbón descendieron.
9. En el caso de algunos bienes agrícolas importados, como el trigo y el maíz, en las últimas semanas se han registrado disminuciones en los precios internacionales.
10. Durante el primer trimestre de 2014 los términos de intercambio (metodología de comercio) disminuyeron 6,9% anual, resultado de los menores precios de exportación de los principales productos de origen minero y del café. Esta tendencia se mantuvo para marzo, cuando cayeron 4,4%.
11. En cuanto a la inflación, en Europa continúa en niveles muy bajos, por lo que el riesgo deflacionario se mantiene. En este contexto el Banco Central Europeo anunció en mayo que en los próximos meses podría tomar medidas para contrarrestar los riesgos deflacionarios en la región. Por su parte, en abril se observó un importante repunte de la inflación en los Estados Unidos; la Reserva Federal continuó recortando sus compras de activos financieros.
12. En el caso de las economías emergentes, en América Latina siguieron observándose repuntes en la inflación, mientras que en Asia ha permanecido relativamente estable. En las últimas semanas la postura monetaria de este grupo de países no cambió.

13. En lo referente a los mercados financieros, las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos disminuyeron. Por su parte, los índices bursátiles de las economías emergentes se han valorizado recientemente y han recuperado parte de lo perdido a comienzos de año. En América Latina la percepción de riesgo se ha reducido y las tasas de cambio se han apreciado en relación con el dólar estadounidense.

- Exportaciones e importaciones

14. En el mes de marzo las exportaciones totales cayeron 4,5% con respecto a un año atrás, hecho explicado por la caída de 7,7% en las de origen minero. Las mayores contribuciones a esta caída las presentaron las exportaciones de derivados (-36,8%) y oro (-34,5%), debido a una disminución tanto en el precio como en la cantidad exportada. Por su parte, las ventas externas de los principales productos agrícolas (café, banano y flores) crecieron 10,9%, especialmente por los mayores volúmenes despachados. Las otras exportaciones agrícolas, junto con las de bienes industriales, presentaron su primer aumento interanual (1,5% anual), destacándose como destinos México, Ecuador y los Estados Unidos, con incrementos de 26,2%, 9,7% y 5,9%, respectivamente. Ese comportamiento se explica, en gran parte, por el crecimiento en los rubros de alimentos y bebidas (24,6%) y de productos químicos (10,7%).

15. Con lo anterior, en el primer trimestre de 2014 las exportaciones totales en dólares registraron una caída anual de 4,6%. Esta disminución se explica, en gran parte, por los menores precios de los principales bienes de exportación. Las exportaciones de origen minero y las de bienes industriales (incluye algunos productos agrícolas) disminuyeron 6,1% y 5,4% anual, respectivamente. Por su parte, las ventas externas de los principales productos agrícolas aumentaron 14,2% debido a un incremento de las cantidades de café.

16. En marzo las importaciones totales aumentaron 9,4% con respecto al mismo mes del año anterior. A este comportamiento contribuyeron las mayores importaciones de bienes intermedios (24%) y de consumo (5,2%), mientras las compras de bienes de capital registraron una caída de 5,2%. En el primer caso, se destaca el aumento conjunto de las compras externas de materias primas para la industria (21%), combustibles y lubricantes (30,4%) y materias primas para la agricultura (26,7%). En el caso de los bienes de consumo, se registraron incrementos tanto en los durables (8,3%) como en los no durables (1,9%). En los bienes de capital, la caída del rubro de aviones explicó su descenso; al excluirlos, el crecimiento de este tipo de bienes fue de 3,2%.

17. En el acumulado enero-marzo de 2014, el valor total en dólares de las importaciones creció 4,2% anual. En términos generales, este comportamiento estuvo asociado con

el incremento en las cantidades importadas, el cual compensó la disminución en precios. Las mayores importaciones se explican por el incremento anual de 14,5% en las compras externas de bienes intermedios, en gran parte de combustibles y lubricantes (30,4%). Esto último está relacionado con las mayores compras de diluyentes para transporte de crudo pesado y de diésel con bajo contenido de azufre. En el caso de los bienes de capital, se presentó una caída de 5,4%, explicada por las menores compras de aviones; las de consumo permanecieron relativamente estables (-0,2%).

II. Demanda interna, crecimiento y crédito

18. Las nuevas cifras disponibles para el primer trimestre de 2014 confirman los pronósticos presentados en el pasado *Informe sobre inflación*. La economía colombiana habría crecido a una tasa de 4,8%, similar a la registrada hacia finales del año pasado (4,9%). Esta proyección contempla un consumo privado que conservaría un buen ritmo de crecimiento, y supone una inversión en obras civiles y en el gasto del gobierno que se desacelerarían con respecto al cuarto trimestre de 2013.
19. Según la información más reciente publicada por el DANE, se habría ratificado el buen dinamismo que habría tenido el consumo de los hogares durante dicho período. En efecto, en marzo el índice de ventas minoristas de la *Muestra mensual de comercio al por menor* (MMCM) se expandió anualmente 8,3%. Con lo anterior, el primer trimestre de 2014 creció 7,2%, cifra mayor que la registrada para el cuarto trimestre de 2013 (5,2%). Al descontar las ventas de vehículos, los incrementos fueron de 5,9% y 5,0% para marzo y para el promedio del trimestre, respectivamente.
20. Para el caso de las ventas de automotores, en marzo la expansión anual fue de 19,7%. El agregado para el primer trimestre de este renglón del consumo se expandió 17,5% con respecto al mismo período de 2013, registrando una aceleración significativa frente a lo observado hacia finales del año pasado (1,9%). Es importante resaltar que el componente tendencial de esta serie mostró un buen dinamismo durante los primeros tres meses del año.
21. Algo similar se infiere de los resultados de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República: en marzo el balance de ventas de la encuesta sugiere que la expansión del consumo interno de los hogares se habría

dado a un ritmo favorable durante el primer trimestre, de acuerdo con lo sugerido por los demás indicadores coyunturales.

22. Las tendencias recientes del mercado laboral seguirían contribuyendo a la expansión del consumo. Con información a marzo, la tasa de desempleo continuó disminuyendo en las ciudades y cabeceras, pero en las áreas rurales aumentó levemente. Al corregir por estacionalidad, se confirma la tendencia descendente de este indicador. El número de ocupados sigue en aumento, en particular aquellos catalogados como asalariados, que normalmente se relacionan con mejores ingresos y mayor estabilidad laboral.
23. Por su parte, la inversión distinta de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles mantendría su tasa de crecimiento similar a la del trimestre pasado, en parte debido a una baja base de comparación el año pasado. Según las cifras del balance de expectativas de inversión de la EMEE a marzo, las empresas moderaron sus expectativas de acumulación de capital hacia futuro. No obstante, éstas se mantienen en niveles altos. Por otro lado, la dinámica de las importaciones de bienes de capital en términos reales no sugiere aceleraciones adicionales, como las que ocurrieron en el último trimestre de 2013.
24. Con respecto a la oferta, los nuevos indicadores muestran un comportamiento favorable para sectores como el comercio, la industria y la construcción.
25. El índice de producción industrial sin trilla, calculado por el DANE, creció 9,8% en términos anuales en marzo, cifra cercana a la esperada por la SGEE (10,0%). Al corregir por días hábiles, el crecimiento habría sido de 2,2%. Con el registro de marzo la producción de la industria sin trilla de café mostró una expansión anual de 4,4% durante el primer trimestre del año, la cifra más alta para todo un trimestre desde 2011. Al incluir la trilla de café, la cual creció 39,4%, el total del sector aumentó 5,0% en ese período.
26. En lo que respecta a la construcción, en el primer trimestre la producción de cemento mostró un incremento anual de 9,8%. Los despachos también presentaron un dinamismo importante (14%). Por su parte, en marzo las licencias de construcción registraron un crecimiento alrededor de 30% anual. Los niveles de la serie acumulada a doce meses aumentaron levemente y mantuvieron un ritmo de expansión cercano al 10%.
27. Teniendo en cuenta lo anterior, no se considera conveniente realizar revisiones de los pronósticos de crecimiento para el primer trimestre, ya que al incorporar la nueva información los modelos artesanales apuntan a una expansión anual de 4,8%

(igual a la presentada en el informe anterior, donde se mostró un intervalo entre 4,2% y 5,4%, con escenario más probable de 4,8%).

28. Para el segundo trimestre de 2014 la información es escasa y está disponible solo para abril. Los datos sugieren una desaceleración en el crecimiento de la actividad económica, que en parte sería el resultado de la reversión del efecto estadístico asociado con el número de días hábiles observado durante el primer trimestre.
29. En abril el índice de confianza del consumidor (ICC), publicado por Fedesarrollo, el cual mantiene una alta correlación con la expansión del consumo privado, se mantuvo en registros similares a los de marzo. Su nivel actual se ubica algo por encima de su promedio calculado desde 2001, lo que sugiere que el consumo de los hogares podría mantener un crecimiento cercano al promedio de este mismo período (4,0%).
30. Las cifras de ventas de vehículos de abril, publicadas por Econometría, muestran una caída anual del 3,0%. Este resultado está influenciado por una muy alta base de comparación en el mismo mes de 2013. A pesar de lo anterior, el componente tendencial de esta serie sigue creciendo y sugiere un buen dinamismo futuro.
31. Además, el crédito de consumo y las tasas de interés reales seguirían favoreciendo la dinámica del gasto privado: el primero dejó de desacelerarse, al aumentar 11,54% en abril (frente al 11,3% de marzo y al 11,6% del primer trimestre), y las tasas reales continúan mostrando una leve tendencia a la baja, debido al aumento de la inflación.
32. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles mostraron comportamientos mixtos. Para la industria, según la encuesta de Fedesarrollo con información a abril, aunque mejoraron los indicadores de pedidos, de expectativas y de la confianza, el de existencias desmejoró. El componente tendencial de las series que presentaron dinámicas favorables se mantuvo ascendente, lo que confirma la recuperación gradual de la manufactura en Colombia.
33. Por otra parte, los comerciantes consultados por Fedesarrollo (series desestacionalizadas) continuaron reportando mejoras tanto en la percepción actual como futura de sus ventas en abril. Algo similar se aprecia en la encuesta de Fenalco.
34. En contraste con lo anterior, la demanda de energía total se desaceleró significativamente, al pasar de crecer 5,7% anual en marzo a 1,2% en abril. No

obstante, el componente tendencial continuó expandiéndose y mantiene su pendiente positiva.

35. La producción de petróleo cayó de nuevo en niveles: pasó de 977 mbd en marzo a 935 mbd en abril, en promedio. Con este registro, la contracción anual fue de 7,1%, lo cual se explica por los atentados a la infraestructura (es el caso del oleoducto Caño Limón-Coveñas). La producción de café en abril fue de 832 mil sacos de 60 kg, con lo cual se observó una caída anual de 14,2%. La alta base de comparación con respecto al año anterior explicó este descenso atípico.
36. Con todo lo anterior, se mantuvo el pronóstico de crecimiento para todo 2014 entre 3,3% y 5,3%, con una cifra más probable de 4,3%.

III. Comportamiento de la inflación

37. En abril de 2014 la inflación anual al consumidor volvió a aumentar por cuarto mes consecutivo. El dato reportado por el DANE fue de 2,72%, 21 puntos básicos (pb) más que lo observado en marzo (**Cuadro 1**). La variación mensual fue 0,46%, siendo mayor que lo pronosticado por la SGEE y lo esperado por el mercado. Para lo corrido del año el IPC acumula un aumento de 1,98%, el cual es superior al del mismo período de 2013 (1,21%).
38. Igual al trimestre pasado, en esta oportunidad las presiones alcistas se concentraron en los precios de los alimentos y de los regulados. Asimismo, de nuevo se presentaron alzas en la canasta de transables, aunque estas fueron de menor magnitud a la observada para los dos grupos anteriores (**Cuadro 1**).

Cuadro 1

Comportamiento de la inflación a abril de 2014

Descripción	sep-13	dic-13	ene-14	feb-14	mar-14	abr-14	Participación	Participación
							en porcentaje en la aceleración del mes	en porcentaje en la aceleración del año corrido
Total	2.27	1.94	2.13	2.32	2.51	2.72	100.00	100.00
Sin alimentos	2.36	2.36	2.49	2.53	2.62	2.85	78.14	44.83
Transables	1.34	1.40	1.57	1.61	1.65	1.83	20.03	12.78
No transables	3.70	3.76	3.61	3.61	3.55	3.51	-5.56	-8.81
Regulados	1.24	1.05	1.66	1.76	2.21	3.05	63.67	40.85
Alimentos	2.05	0.86	1.20	1.78	2.23	2.39	21.86	55.17
Perecederos	5.94	-0.16	2.13	2.61	3.17	6.89	69.56	34.96
Procesados	0.18	-0.24	-0.18	0.40	0.92	0.51	-30.72	14.93
Comidas fuera del hogar	3.74	3.26	3.29	3.88	4.13	3.73	-16.98	5.28
Indicadores de inflación básica								
Sin Alimentos	2.36	2.36	2.49	2.53	2.62	2.85		
Núcleo 20	2.79	2.72	2.69	2.79	2.86	2.80		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs	2.19	2.19	2.27	2.43	2.53	2.54		
Inflación sin alimentos ni regulados	2.69	2.74	2.74	2.76	2.74	2.80		
Promedio primeros 4 indicadores	2.51	2.51	2.55	2.63	2.69	2.75		

39. Por cuarto mes consecutivo la inflación básica mantuvo una tendencia ascendente en abril, tal y como se tenía previsto. El promedio de los indicadores monitoreados por la SGEE se situó en 2,75%, 6 pb por encima del registro del mes anterior y 24 pb más que lo observado a finales del año pasado. Tres de los cuatros indicadores aumentaron en esta oportunidad. El único que no presentó aumentos fue el IPC núcleo 20, que registró una variación de 2,8%, 6 pb menos que el mes anterior (**Cuadro 1**).

40. El aumento del IPC sin alimentos estuvo impulsado por el subgrupo de regulados, cuya variación anual se situó en 3,05%, 84 pb más que el mes anterior. En abril nuevamente se presentó un alza en las tarifas de gas natural, lo que explica en buena parte el aumento del indicador. Como se mencionó en el informe anterior, los reajustes tarifarios en el gas obedecen a cambios en la fórmula de regulación aplicada a comienzos de este año, así como a la depreciación acumulada del peso en meses anteriores. En el IPC de energía eléctrica también se observó una aceleración importante en la variación anual, que en este caso obedece tanto a una baja base de comparación (en abril de 2013 las tarifas aumentaron levemente) como a un alza en los precios.

41. Dentro del IPC sin alimentos también se presentó una aceleración de la variación anual del grupo de transables sin alimentos ni regulados, en este caso más fuerte que en el mes anterior. La tendencia ascendente en esta canasta sigue estando relacionada con la depreciación acumulada del tipo de cambio. En el último mes las presiones alcistas en este segmento de la canasta provinieron de algunas alzas en los precios de los automóviles, pasajes aéreos, vestuario y utensilios para el hogar.

42. Por su parte, la variación anual del IPC no transable sin alimentos ni regulados mantuvo la leve tendencia decreciente observada desde hace cuatro meses. El dato para abril fue de 3,51%, esto es 4 pb menos que en marzo (**Cuadro 1**). La variación anual de arriendos (3,48%) disminuyó por segundo mes consecutivo, luego de los aumentos registrados en los dos primeros meses del año. También, se presentaron descensos no anticipados en los rubros de diversión, cultura y esparcimiento, así como en servicios mecánicos y médicos. El comportamiento del grupo de no transables sigue sugiriendo que las presiones de demanda no serían significativas.
43. Con respecto al IPC de alimentos, de nuevo se observó una aceleración de la variación anual: el resultado para abril fue de 2,39%, 19 pb más que el mes anterior. Este aumento estuvo liderado por la subcanasta de bienes perecederos (6,9% anual frente a 3,2% el mes anterior), cuyos precios estarían normalizándose después de los bajos niveles de finales del año pasado. Los precios de la papa y otros tubérculos son los que más han aumentado, siguiendo un comportamiento propio del ciclo agrícola en Colombia. Por otra parte, los alimentos procesados y las comidas por fuera del hogar registraron descensos por primera vez en el año, aunque se mantienen en niveles cercanos al promedio de las variaciones anuales observadas en lo corrido del año.
44. En este contexto, las expectativas de inflación continuaron aumentando. Según la encuesta mensual efectuada en mayo por el Banco de la República a los analistas del mercado financiero, la inflación promedio esperada para diciembre de este año ascendió a 3,18%, frente a 3,04% del mes anterior. Algo similar sucedió con la expectativa a doce meses, la cual pasó de 3,13% a 3,16%. Para las expectativas derivadas de la curva de rendimiento de los TES, con información al 21 de mayo, igualmente se presentó un aumento (20 pb en promedio) en los horizontes a 2, 3 y 5 años.
45. Los costos no laborales continuaron acelerándose en abril. La variación anual del IPP aumentó por sexto mes consecutivo a 3,4 %, desde 2,6% del mes anterior. El componente local aumentó 130 pb, lo cual podría estar explicado por el aumento de los precios de productos perecederos y el del café. Por el contrario, el IPP de importados presentó una disminución de 166 pb, que puede atribuirse al comportamiento reciente del tipo de cambio.
46. Los costos laborales, por su parte, continúan ajustándose a tasas anuales de alrededor del 4,0%, lo que no debe comprometer el cumplimiento de la meta, en especial si se tienen en cuenta las ganancias de productividad laboral usuales y la rebaja de los parafiscales en este año.