



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. El PIB de los Estados Unidos se recuperó en el segundo trimestre y registró un crecimiento trimestral anualizado (t. a.) de 4,2%, según la segunda estimación publicada el 28 de agosto. El buen comportamiento se explica, en gran parte, por una expansión favorable de la demanda interna, especialmente del consumo de los hogares y de la inversión privada. La revisión fue, principalmente, en el dato de este último rubro.
2. Con cifras a julio, las ventas al por menor, la producción industrial y la confianza de los consumidores y empresarios sugieren que la economía de ese país mantendría su dinamismo durante el tercer trimestre del año.
3. En cuanto a su mercado laboral, la creación de empleo continuó siendo amplia en julio; sin embargo, se incrementó la tasa de participación, por lo que la tasa de desempleo exhibió un leve aumento a 6,2%.
4. Las medidas de inflación en los Estados Unidos se han estabilizado cerca de la meta de 2% de la Reserva Federal (Fed). Como consecuencia de lo anterior, y de las mejoras en el mercado laboral, esta autoridad monetaria ya ha comenzado a discutir las estrategias que se podrían adoptar al momento de iniciar el incremento de sus tasas de referencia, lo cual se sigue esperando que suceda a mediados de 2015.
5. La economía de la zona del euro se estancó en el segundo trimestre, como consecuencia de problemas estructurales de productividad en algunos países, por el deterioro de la confianza (resultado de las tensiones geopolíticas en Ucrania y Rusia) y por una base de comparación más alta en Alemania (que se había visto favorecida en el primer trimestre por factores climáticos).
6. Al analizar por países, se observa que la pérdida de dinamismo se debe al comportamiento de las principales economías de la región, puesto que Alemania se contrajo (-0,6% t. a.), Italia entró nuevamente en recesión (-0,8% t. a.) y Francia se estancó. En contraste, las economías de la periferia, como España (1,6% t. a.) y Portugal (2,5% t. a.), exhibieron un crecimiento favorable durante el segundo trimestre.
7. Con cifras a agosto, ha continuado el deterioro de la confianza de consumidores y empresarios de la zona del euro debido a los temores de la intensificación del

conflicto entre Rusia y Ucrania. Esto sugiere que en lo que resta del año el crecimiento podría ser menor que lo previsto.

8. En este contexto, los riesgos de deflación en la zona del euro podrían estar aumentando. De hecho, se han observado nuevas reducciones en la inflación anual, la cual se ubicó en 0,4% en julio.
9. En el caso de China, las variaciones anuales a julio de las ventas al por menor y de la producción industrial se han estabilizado, lo cual es consistente con el pronóstico del equipo técnico para el crecimiento de ese país (7,3%). Sin embargo, conviene señalar que la inversión en activos fijos siguió perdiendo dinamismo y que los nuevos créditos mostraron una importante caída en este mes, todo lo cual incrementa el riesgo de una desaceleración en la segunda mitad del año.
10. En América Latina, el resultado del PIB para México, Perú y Chile en el segundo trimestre, al igual que el indicador de actividad económica de Brasil, muestran que estas economías continúan debilitándose, y sugieren que su crecimiento en 2014 sería mediocre. En buena medida los malos registros se explican por un deterioro en el comportamiento de la inversión y, en parte, estarían asociados con caídas en los términos de intercambio.
11. En relación con los precios internacionales de los bienes básicos exportados por Colombia, las cotizaciones del petróleo se han reducido en las últimas semanas gracias al restablecimiento de la oferta en Libia, y pese a las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente. Por su parte, los precios del níquel y del café se mantienen en niveles altos.
12. Entretanto, las cotizaciones de algunos alimentos importados muestran una fuerte tendencia a la baja, como consecuencia de la mayor oferta por las buenas cosechas en los Estados Unidos y en Europa.
13. En cuanto a los mercados financieros, los malos resultados económicos en Japón y en la zona del euro, al igual que los conflictos geopolíticos en Ucrania y en el Medio Oriente, han afectado los índices bursátiles del mundo, especialmente los de Europa. Pese a lo anterior, los costos de financiamiento para los países europeos continuaron reduciéndose.
14. En cuanto a los mercados financieros de América Latina, se observó un incremento en las primas de riesgo, asociado con el cese de pagos selectivo de Argentina que, sin embargo, resultó ser temporal. Por su parte, las monedas de Perú, Chile y Colombia se han depreciado en las últimas semanas.

15. En junio las exportaciones totales en dólares registraron una caída anual de 4,1%, lo cual se explica por la disminución de 12,8% del rubro de resto de exportaciones (el 95% del valor registrado en este grupo corresponde a los productos industriales), y de 3,5% de los principales bienes de origen minero. El comportamiento del primer grupo se debe a la reducción en las ventas externas de otros bienes industriales (-26,4%, con los retrocesos más significativos en metalúrgicos básicos y muebles), vehículos (-38,9%), carne (-87,8%) y maquinaria y equipo (-36,9%). En el segundo, se destacan las menores ventas externas de derivados del petróleo (-39,1%) y de oro (-30,8%). Por su parte, las principales exportaciones de origen agrícola registraron un aumento de 18,2%, dados los crecimientos en las ventas externas de café (16%), banano (27,9%) y flores (15%).
16. Durante el primer semestre del año el valor de las exportaciones en dólares cayó 4,5% con respecto al mismo período del año anterior. Esta dinámica se debe a la disminución en las ventas externas de productos mineros (-4,5%) y del resto de exportaciones (-10,6%). Dentro de las de origen minero, los mayores descensos fueron en derivados del petróleo (-26,6%) y oro (-43,5%); y en el caso del resto de bienes se destacan los rubros de vehículos (-53%), otros bienes agrícolas (-46,5%) y otros bienes industriales (-17,7%). Por otro lado, las exportaciones de los principales bienes agrícolas crecieron 14,9% en términos anuales, por el aumento de café (17,6%), banano (28,8%) y flores (4,3%).
17. Si se incluyen las exportaciones de oro de zonas francas, la contracción en las ventas externas totales en el primer semestre fue 3,7% anual.
18. En el mes de junio las importaciones totales aumentaron 14,9% frente al mismo mes del año anterior, dados los crecimientos de bienes intermedios (24,5%), de capital (7,3%) y de consumo (8,2%). En el primer caso, el principal incremento se registró en el rubro de combustibles y lubricantes (90,4%), mientras que dentro de las de bienes de capital se observaron aumentos importantes en equipo de transporte (21,7%) y bienes de capital para la industria (5,1%). En el caso de los bienes de consumo, el mayor impulso se dio en los bienes durables (13,8%).
19. En lo corrido del año a junio el valor total en dólares de las importaciones CIF creció 6,1% anual; comportamiento explicado por los bienes intermedios (13,1%) y los de consumo (4,7%). Estos aumentos fueron compensados de forma parcial por la caída en las importaciones de bienes de capital (-1,8%). Dentro del grupo de bienes intermedios, los mayores crecimientos se registraron en combustibles y lubricantes (32,9%) y materias primas para la industria (7%). En cuanto a los

bienes de consumo, aumentó, principalmente, el rubro de bienes durables (7,4%). La caída en bienes de capital se debió a la disminución registrada en las importaciones de equipo de transporte (-12,7%). Vale la pena mencionar que dentro de equipo de transporte, la reducción en aviones del primer trimestre explica cerca de la mitad de la caída en dólares.

II. Demanda interna, crecimiento y crédito

20. De acuerdo con la nueva información, la economía colombiana habría continuado expandiéndose a una tasa favorable durante el segundo trimestre de 2014, aunque a un menor ritmo que el registrado a comienzos del año (6,4%). Este hecho, que había sido previsto en el Informe anterior, obedece en parte al efecto estadístico asociado con la presencia de Semana Santa en abril y no en marzo, como sucedió el año pasado.
21. En cuanto al consumo de los hogares, los indicadores disponibles sugieren que en el segundo trimestre habría tenido un crecimiento relativamente alto, pero menor que el del primero. En particular, en junio el índice de ventas minoristas de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del DANE creció anualmente 3,3%. Con lo anterior, el agregado para el segundo trimestre se expandió 6,2%, cifra menor que la registrada para los primeros tres meses del año (7,9%). Al descontar el efecto de las ventas de vehículos, los incrementos fueron 4,8% y 8,5% para junio y para el segundo trimestre, respectivamente. Estos resultados están de acuerdo con el comportamiento esperado para el consumo privado sin bienes durables.
22. Para el caso de los vehículos automotores y las motocicletas, la contracción anual de las ventas en el mes de junio fue del 4,0%. Para todo el segundo trimestre se observó un incremento anual de 4,2%, tasa menor que el 15,4% registrado en el primero. Esta cifra sugiere una desaceleración del consumo de bienes durables durante ese periodo.
23. Por su parte, los resultados de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República, en particular el balance de ventas, también indican que el consumo privado se habría incrementado a un buen ritmo.
24. Adicionalmente, a junio la tasa de desempleo (TD) continuó cayendo en todos los dominios geográficos, lo cual se explica por el crecimiento del empleo, en

particular del asalariado. Este aumento del empleo asalariado se ha dado principalmente en las ramas de comercio y servicios.

25. Con respecto a la formación bruta de capital, las cifras del balance de expectativas de inversión de la EMEE a junio sugieren que el buen comportamiento de esa variable se habría mantenido durante el segundo trimestre. Esta percepción la corroboran las estimaciones del equipo técnico del Banco sobre las importaciones de bienes de capital medidas en pesos constantes.
26. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial sin trilla de café cayó en términos anuales 0,6% en junio, resultado por debajo de lo previsto (1,2%). Con este dato, durante el segundo trimestre se contrajo 0,3% y el año corrido creció en 2,0%. La heterogeneidad en el comportamiento de los sectores se mantiene. Mientras que en algunos se apreciaron importantes crecimientos (ingenios con 59,8%, sustancias químicas 11,0%, bebidas 7,5%, otros productos alimenticios 10,6% y minerales no metálicos 5,3%), en otros, por el contrario, se observaron contracciones significativas, como es el caso de refinación del petróleo (-26,1%), metales preciosos y no ferrosos (-21,1%) y productos elaborados de metal (-8,7%). Es necesario advertir que el mal resultado para la refinación de petróleo obedece al cierre temporal de la refinería de Cartagena. Si se descuenta la producción de refinados, el crecimiento de la industria en el año corrido a junio es 3,2% anual. La planta de Cartagena deberá retomar operaciones a comienzos del próximo año.
27. En el sector de la construcción, la información para el segundo trimestre sugiere que la expansión seguiría siendo alta. La producción de cemento mostró un crecimiento anual de 14,2%, mientras que los despachos lo hicieron en 8,4%. Aunque en junio las licencias de construcción cayeron frente a mayo, aumentaron anualmente 7,1%. Para el acumulado a doce meses el incremento fue del 8,9%.
28. El *Indicador de seguimiento a la economía* (ISE) del DANE muestra que en abril y mayo el crecimiento de la economía habría sido 3,8%, frente a 6,3% que el mismo indicador señala para el primer trimestre.
29. Dado lo anterior, no se estima necesario realizar revisiones importantes de los pronósticos de crecimiento para el segundo trimestre. Los modelos del Banco apuntan a una expansión anual de 4,3% (con rango entre 3,6% y 5,0%).
30. Para el tercer trimestre de 2014 la información es escasa y está disponible solo para julio. Los datos sugieren que la actividad económica seguiría expandiéndose a un buen ritmo, aunque menor que aquel registrado hacia comienzos de año.

31. En julio, el índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo se mantuvo en un nivel similar al observado en junio, pero mayor que el promedio para el segundo trimestre. Este indicador mantiene una alta correlación con la expansión del consumo privado. El componente de condiciones económicas sigue mostrando una tendencia al alza, mientras que las expectativas se mantienen en niveles que sugieren un buen desempeño futuro del gasto de las familias.
32. Por otro lado, las cifras a julio publicadas por Econometría muestran una expansión anual de 12,5% en las ventas al detal de automóviles. Esto representa una aceleración frente al dato del segundo trimestre (1,4%).
33. Adicionalmente, el comportamiento del crédito de consumo y de su tasa de interés seguirían favoreciendo la dinámica del gasto privado: el primero mantuvo una tasa de crecimiento del 11,8% en el mes de julio, similar a la observada en mayo y junio (11,7%), mientras que la segunda, en términos reales, continúa por debajo de su promedio desde el año 2000.
34. Por el lado de la oferta, algunos indicadores relacionados con la industria en julio sugieren un mejor desempeño del sector. Es el caso de indicadores líderes de la *Encuesta de opinión empresarial* (EOE) de Fedesarrollo, como los pedidos, las existencias y las expectativas de producción de los industriales para los próximos tres meses. Gracias a ellos, el índice de confianza de los empresarios de la manufactura aumentó.
35. Como se esperaba, la producción de petróleo se ubicó por debajo del millón de barriles diarios (968 mbd) en julio, frente al 1.008.000 del mes de junio. Esto implicó una contracción mensual de 4,1% y una anual de 5,1%. En lo corrido del año, la producción ha caído 2,7%. De acuerdo con la Asociación Colombiana de Petróleo, a lo largo del 2014 se han registrado cerca de 97 atentados contra la infraestructura de hidrocarburos, principalmente la de transporte, lo que ha impedido que en lo corrido del año a julio se exporten o comercialicen alrededor de cinco millones de barriles.
36. La producción de café se ubicó en 1.236.000 sacos en julio, 19,9% más que la del mismo mes del año anterior. En lo corrido del año, la producción acumula 6,7 millones de sacos y una expansión anual de 13%. De acuerdo con la Federación de Cafeteros, durante los primeros siete meses del año el valor de la cosecha alcanzó los \$2,7 billones, lo que refleja un crecimiento de 36% sobre el ingreso cafetero registrado en idéntico periodo del año anterior. Estos cálculos incluyen el valor de

los subsidios entregados a través del PIC (Programa de Protección del Ingreso Cafetero).

37. Por último, en julio la demanda de energía total aumentó 5,9% anualmente. El componente regulado lo hizo en 6,7% y el no regulado en 1,6%. Tanto en niveles como en tendencia, la demanda de energía total continuó expandiéndose de manera importante.
38. Dado lo anterior, para el año completo se mantiene el pronóstico de crecimiento entre 4,2% y 5,8%, con cifra más probable de 5,0%.

III. Comportamiento de la inflación

39. La inflación anual al consumidor se aceleró en julio, alcanzando un nivel de 2,89%, 10 puntos base (pb) por encima del resultado del mes anterior (**Cuadro 1**). El aumento resultó similar al previsto por la SGEE, pero mayor que lo anticipado por el mercado. En términos mensuales, la variación fue de 15 pb, frente a 17 pb proyectado por la SGEE y solo 9 pb esperado por los analistas del mercado. En los primeros siete meses del año el cambio acumulado del IPC asciende a 2,7%, lo cual es superior al registro para igual período de 2013 (1,8%).
40. La aceleración de la inflación al consumidor en el último mes fue el resultado de presiones alcistas originadas en los grupos de regulados y de alimentos. Las otras dos canastas, transables y no transables sin alimentos ni regulados, ejercieron presiones bajistas.
41. Contrario a lo sucedido con la inflación total, la inflación básica descendió en julio. El promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República se situó en 2,58%, frente a una cifra de 2,76% del mes anterior. Este es el segundo descenso que se observa en el año después del registrado entre mayo y junio. A excepción del IPC sin alimentos, que aumentó, los otros tres indicadores disminuyeron. El registro más bajo corresponde al IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos (2,33%) y el más alto, al IPC sin alimentos (2,75%). La inflación sin alimentos ni regulados se situó en 2,51% (**Cuadro 1**).

Cuadro 1

Comportamiento de la inflación a julio de 2014

Descripción	jun-13	sep-13	dic-13	ene-14	mar-14	abr-14	may-14	jun-14	jul-14
Total	2.16	2.27	1.94	2.13	2.51	2.72	2.93	2.79	2.89
Sin alimentos	2.48	2.36	2.36	2.49	2.62	2.85	2.76	2.66	2.75
Transables	1.10	1.34	1.40	1.57	1.65	1.83	1.95	1.94	1.60
No transables	3.78	3.70	3.76	3.61	3.55	3.51	3.68	3.45	3.17
Regulados	1.98	1.24	1.05	1.66	2.21	3.05	2.14	2.14	3.60
Alimentos	1.34	2.05	0.86	1.20	2.23	2.39	3.35	3.11	3.26
Perecederos	2.44	5.94	-0.16	2.13	3.17	6.89	10.97	8.92	9.18
Procesados	-0.11	0.18	-0.24	-0.18	0.92	0.51	1.23	1.44	1.66
Comidas fuera del hogar	3.51	3.74	3.26	3.29	4.13	3.73	3.75	3.52	3.45
Indicadores de inflación básica									
Sin Alimentos	2.48	2.36	2.36	2.49	2.62	2.85	2.76	2.66	2.75
Núcleo 20	2.83	2.79	2.72	2.69	2.86	2.80	3.14	3.04	2.73
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.	2.14	2.19	2.19	2.27	2.53	2.54	2.63	2.53	2.33
Inflación sin alimentos ni regulados	2.63	2.69	2.74	2.74	2.74	2.80	2.95	2.81	2.51
Promedio primeros 4 indicadores	2.52	2.51	2.51	2.55	2.69	2.75	2.87	2.76	2.58

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

42. Dentro del IPC sin alimentos, la subcanasta de regulados presentó una importante aceleración en su variación anual, que fue anticipada por los pronósticos del Banco, y que en buena medida obedeció a una base de comparación muy baja en el caso del IPC de energía eléctrica. Ello llevó la variación anual de este rubro a 7,9%, el mayor ajuste anual de los últimos años. Sin embargo, el anterior registro también puede explicarse por los altos niveles que alcanzaron las cotizaciones de la energía en bolsa en meses anteriores, los cuales se estarían traspasando a los precios al consumidor con algún rezago. Cabe advertir que la volatilidad del IPC de energía ha sido muy alta desde hace algunos años, lo que dificulta la identificación de tendencias.

43. En el caso de los otros componentes de regulados, en julio aumentó un poco el precio de los combustibles, con lo cual su variación anual se situó en 1,0%. Por otro lado, el gas domiciliario mantuvo una tasa de ajuste anual de alrededor del 7% y la de acueducto permaneció cerca de 2,6%, al igual que la de transporte público.

44. En julio, las variaciones anuales de transables y de no transables sin alimentos ni regulados presentaron disminuciones mayores que las previstas. En el primer caso, la apreciación del peso durante el segundo trimestre estaría transmitiéndose a los precios al consumidor con el rezago usual. En este mes se presentaron descensos importantes en los precios de los pasajes aéreos, a los que se sumaron

disminuciones más leves en los de artículos electrónicos, electrodomésticos, aparatos de comunicación y vehículos.

45. Respecto al IPC de no transables, en julio continuó disminuyendo lentamente la variación anual de los arriendos (3,2%). Asimismo, se presentó un descenso en el rubro de diversión, cultura y esparcimiento asociado con boletas de fútbol, el cual no deberá repetirse en los próximos meses y podría incluso revertirse hacia finales de año. Cuando se descuenta el efecto de las boletas de fútbol, la variación anual del índice de no transables resultante muestra una tendencia decreciente desde hace varios meses, y que es explicada, esencialmente, por el comportamiento de los arriendos.
46. En julio, la variación anual del IPC de alimentos retomó una senda ascendente (**Cuadro 1**). En esta oportunidad volvieron a presentarse presiones alcistas tanto en los procesados como en los perecederos. En el primer caso sobresalen los aumentos en el precio de la carne de res, debido probablemente a la entrada del sector a una fase de retención ganadera; desde hace tres meses se vienen presentado incrementos en esta variable. Por otro lado, los precios de productos de origen importado, como cereales y aceites, han exhibido estabilidad o incluso registraron algunos descensos, lo cual se relaciona con las escasas presiones originadas en los precios internacionales y en el tipo de cambio. En relación con los alimentos perecederos, en julio continuaron los aumentos de los precios de frutas, hortalizas, legumbres y tubérculos, tal como se esperaba. En julio la variación anual de comidas fuera del hogar volvió a descender un poco.
47. Las expectativas de inflación no presentaron cambios de importancia. Las obtenidas a partir de la encuesta mensual que el Banco realiza a los analistas del mercado se situaron en 3,33% para diciembre de este año, aumentando solo 6 pb frente al registro de hace un mes. Las expectativas a doce meses, a su vez, están en 3,14%, 2 pb menos que en la encuesta anterior. Por su parte, las expectativas derivadas de la curva de rendimientos de los TES a dos, tres y cinco años siguieron, en promedio, un poco por encima de 3,0%.
48. En los últimos meses las presiones salariales siguieron siendo escasas, a juzgar por los ajustes de los salarios. En el caso de la industria y el comercio estos se aceleraron un poco en los últimos dos meses terminados en junio, pero sin superar el 4,0% en términos anuales. Para construcción, se observa más estabilidad, con ajustes anuales en o por debajo de 4,0%. Hay que tener en cuenta que las estimaciones del Banco indican que la brecha del mercado laboral ya se habría cerrado, lo que aumenta el riesgo de que se presenten algunas presiones en este frente para el próximo año si la tasa de desempleo mantiene la tendencia

decreciente que se observa en la actualidad. A ello hay que añadir que para 2015 ya no se registrarán las rebajas en costos laborales que se han observado en 2013 y 2014 gracias a la reforma tributaria.

49. Por último, el nivel del IPP descendió nuevamente en julio, y su variación anual fue 2,3%, 23 pb menos que la de junio. La apreciación del peso del segundo trimestre siguió transmitiéndose a los precios internos, explicando buena parte de la reducción a través del IPP importado. Conviene recordar que en el IPP, el traspaso de los movimientos del tipo de cambio a los precios es más rápido que en el IPC: en el primer caso suele ser contemporáneo, mientras que en el segundo existe un rezago de tres meses.