



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. En las últimas semanas los precios internacionales del petróleo han profundizado la caída que se inició desde julio del presente año, llegando a niveles que no se observaban desde hace cinco años. La aceleración de la tendencia bajista parece estar relacionada con que el mercado continúa reduciendo las perspectivas de demanda global por crudo, la oferta es amplia, y no hay señales de que los principales países productores ajusten sus volúmenes de producción. Se espera que por lo menos durante 2015 las cotizaciones no se recuperen sustancialmente e incluso algunos analistas prevén deterioros adicionales.
2. Los efectos de esta tendencia en la economía global han sido diversos. Por una parte, las economías que dependen de manera importante de la actividad petrolera han visto un aumento de las primas de riesgo, una fuerte depreciación del tipo de cambio y una caída de las expectativas de la actividad económica para el próximo año. Por otra parte, en las economías importadoras de combustibles se espera que la baja de los precios del petróleo dé un impulso adicional al crecimiento, aunque existe incertidumbre sobre su magnitud. La caída de los precios de combustibles es una fuente desinflacionaria mundial.
3. En este contexto, las cifras a noviembre de la actividad real en los Estados Unidos indican que esta economía ha mantenido un comportamiento favorable durante el cuarto trimestre. Sumado a esto, los indicadores de confianza de los hogares y de los empresarios siguen mejorando y sugieren que el dinamismo de la demanda interna se sostendría en los próximos meses. En cuanto al mercado laboral, los registros de noviembre muestran que la recuperación continúa: la creación de empleo fue mayor que la esperada, la tasa de desempleo se mantuvo en niveles bajos y siguen las mejoras en los indicadores alternativos que monitorea la Reserva Federal, tales como la tasa de subempleo y el desempleo de largo plazo.
4. La inflación en los Estados Unidos se redujo en noviembre a 1,3% anual (el indicador de inflación básica se encuentra en 1,7%) y se mantiene por debajo de la meta de 2% de la Reserva Federal. Pese a esto, el comunicado de prensa y las proyecciones de tasas de interés de los miembros del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la reunión más reciente, sugieren que el primer incremento de su tasa de referencia ocurriría a

comienzos del segundo semestre del próximo año y continuaría de manera gradual.

5. Con respecto a la zona del euro, los indicadores de actividad real y de confianza muestran que el crecimiento de su economía continuaría siendo débil durante el cuarto trimestre y sugieren un panorama poco favorable para el próximo año. Los pronósticos de crecimiento para 2015 de las entidades oficiales han sido revisados a la baja. Adicionalmente, las elecciones extemporáneas en Grecia han incrementado la incertidumbre en los mercados financieros de la región.
6. La inflación anual de la zona del euro se ubicó en 0,3% en noviembre, lo cual, junto con la debilidad económica y la caída de los precios de los combustibles, mantienen latentes los riesgos de deflación.
7. En lo que respecta a las economías emergentes, en China, las cifras de actividad real a noviembre indican que su economía se habría seguido desacelerando durante el último trimestre del año. En Latinoamérica los resultados del PIB para el tercer trimestre exhiben un crecimiento mediocre, mientras que los índices de actividad real de octubre de Brasil, Chile y Perú muestran que el crecimiento de estos países habría continuado siendo bajo.
8. La inflación en las economías emergentes sigue mostrando un panorama heterogéneo. En la mayoría de países asiáticos, especialmente en China, se ha observado una reducción en los últimos meses. En contraste, en América Latina se mantiene una tendencia creciente que, sin embargo, se ha moderado.
9. En cuanto a los precios internacionales de los bienes básicos, el del níquel tuvo algunos incrementos ante la perspectiva de una menor oferta global. Por su parte, la cotización internacional del café, si bien mostró alguna reducción, se mantuvo en los niveles elevados que se observan desde el comienzo del año.
10. Las cotizaciones de algunos alimentos importados aumentaron, como consecuencia de factores climáticos menos favorables en América del Norte que afectaron la calidad de las cosechas, de temores por posibles restricciones a las exportaciones de cereales desde Rusia y de incrementos en la demanda global por estos bienes.
11. En los mercados financieros los índices de volatilidad se incrementaron durante el último mes y se observaron caídas importantes de los índices

bursátiles, especialmente en los de las economías emergentes. Entretanto, las tasas de los bonos de largo plazo de los Estados Unidos y de la zona del euro se redujeron en el último mes.

12. En cuanto a los mercados financieros de América Latina, se observó un incremento importante en las primas de riesgo y continuó el debilitamiento de sus monedas. Se destaca el caso colombiano, puesto que en lo corrido de diciembre su moneda ha sido la que más se ha depreciado y para el que se han observado los incrementos más fuertes de los *Credit Default Swaps* (CDS).
13. En este contexto, las exportaciones totales en dólares cayeron 12,6% en octubre frente al mismo mes del año anterior, disminución asociada principalmente con menores precios. A esta caída contribuyeron los grupos de los principales bienes de origen minero (-18,1%) y de resto de exportaciones (-7,8%). Los principales bienes de origen agrícola tuvieron un crecimiento de 30,7% anual.
14. En el caso de los productos mineros, los bienes que más contribuyeron a la caída fueron crudo (-21,2%) y sus derivados (-48,5%). En el grupo de resto de exportaciones se destaca la reducción de las ventas de productos químicos (-11,8%), alimentos y bebidas (-12,2%), y carne (-82,5%); por destino, las mayores disminuciones de este grupo fueron hacia Venezuela (-28,8%) y Brasil (-24,8%). Por el lado de los bienes de origen agrícola, hubo crecimientos en café (67,3%) y flores (19,4%).
15. En lo corrido del año a octubre las exportaciones totales en dólares cayeron 3% debido a que la reducción en los precios no alcanzó a ser compensada por las mayores cantidades. Por grupos, la disminución anual es resultado de las menores exportaciones de bienes de origen minero (-4,3%) y del resto de exportaciones (-5,1%). Las ventas externas de bienes de origen agrícola registraron un crecimiento de 18,2% en el acumulado del año a octubre. En cuanto a los bienes de origen minero se destacan los menores valores en refinados (-28,8%) y oro (-32,4%), y dentro del resto de exportaciones los registrados en vehículos (-37,8%), resto de agrícolas (-40,5%) y carne (-63,8%). Los principales bienes de origen agrícola tuvieron un aumento de 29% en café, 20,5% en banano y 2,7% en flores.
16. El DANE aún no ha publicado información de las importaciones para el mes de octubre.

II. Demanda interna, crecimiento y crédito

17. Según la información más reciente publicada por el DANE, la economía colombiana creció 4,2% en términos anuales durante el tercer trimestre de 2014. Esta cifra, que significó una desaceleración importante frente a los registros de la primera mitad del año, se ubicó en la parte inferior del intervalo de pronóstico presentado en el anterior Informe sobre Inflación para el periodo julio-septiembre (4,0% y 5,2%, con centro en 4,6%). El incremento entre trimestres fue de 0,6%.
18. Por el lado de la oferta (**Cuadro 1**), los sectores que mayor aumento registraron fueron construcción (12,7%), comercio (4,8%), y los servicios sociales, comunales y personales (4,7%). La minería y la industria registraron retrocesos anuales de 1,0% y 0,3%, respectivamente. Aunque se desaceleraron, los servicios financieros mantuvieron un ritmo de expansión favorable (4,4%).

Cuadro 1

Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

Rama de actividad	2013				2013 Año completo	2014		
	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim		I Trim	II Trim	III Trim
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3.1	7.6	5.3	5.9	5.5	6.1	1.5	3.4
Explotación de minas y canteras	0.8	4.5	6.7	7.8	4.9	5.7	-2.2	-1.0
Industria manufacturera	-4.7	1.1	-0.4	0.1	-1.0	3.2	-1.4	-0.3
Electricidad, gas y agua	4.2	5.8	4.1	5.6	4.9	4.7	3.7	3.9
Construcción	12.6	4.9	21.3	10.5	12.0	18.2	10.2	12.7
Edificaciones	10.3	9.8	30.0	-0.4	11.4	7.7	1.6	14.1
Obras Cíviles	12.8	2.2	17.4	20.0	12.7	26.0	17.6	11.1
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2.9	4.3	4.6	5.5	4.3	5.5	4.9	4.8
Transporte, almacenamiento y comunicación	2.2	3.3	3.4	3.4	3.1	4.6	4.4	4.3
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	3.8	4.5	6.1	5.8	5.0	6.1	6.1	4.4
Servicios sociales, comunales y personales	4.9	5.1	5.0	6.2	5.3	6.8	5.8	4.7
Subtotal Valor agregado	2.8	4.2	5.5	5.4	4.5	6.4	3.9	4.0
Impuestos menos subsidios	3.7	4.6	5.8	4.5	4.7	7.5	7.7	6.1
PRODUCTO INTERNO BRUTO	3.0	4.5	5.7	5.5	4.7	6.5	4.3	4.2

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

19. Los pocos indicadores disponibles para el cuarto trimestre muestran resultados mixtos. En primer lugar, el comportamiento de las ventas y de la confianza sugieren un sólido desempeño del consumo de los hogares. En contraste, la expansión de la producción petrolera es mediocre y la industria no se estaría expandiendo al ritmo esperado.
20. Según los resultados a octubre de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del DANE, el desempeño de las ventas minoristas indica un

dinamismo importante del consumo privado. En dicho mes, el índice sin combustibles registró una expansión anual de 13,4%, mayor que el 7,7% del tercer trimestre. Al descontar las ventas de automóviles, los incrementos fueron de 12,2% y 6,5% para octubre y el tercer trimestre, respectivamente. Cabe señalar que el efecto de una baja base de comparación durante el mismo mes de 2013 habría contribuido al alto incremento en este indicador.

21. De acuerdo con la misma encuesta, en octubre las ventas de vehículos se incrementaron 18,7% anual, cifra similar a la de septiembre. Frente al trimestre anterior este resultado representa una aceleración (13,4%). Con ello, también se prevé un buen comportamiento del consumo de bienes durables durante el último trimestre del año. Afín con lo anterior, el informe de las ventas al detal de automóviles publicado por ANDI-Fenalco-Econometría registra un crecimiento anual de 16,5% en noviembre.
22. Por su parte, en noviembre la confianza de los consumidores (ICC) de Fedesarrollo, nuevamente mostró un aumento intermensual. Con este desempeño el indicador se ubicó en niveles superiores al promedio para el tercer trimestre del año y para la serie desde 2001. Tanto el índice de condiciones económicas (ICE) de los hogares como el de expectativas de mediano y largo plazos de los consumidores (IEC) mostraron nuevamente incrementos en sus niveles con respecto al mes anterior.
23. Otros indicadores de la evolución del consumo privado son aquellos relacionados con el mercado laboral y el crédito. Al considerar trimestres móviles, las cifras a octubre indican que la tasa de desempleo ha continuado cayendo en todos los dominios geográficos. No obstante, las series desestacionalizadas indican estabilidad. Cabe señalar que el empleo no asalariado ha vuelto a crecer en los últimos meses, aunque levemente.
24. Finalmente, durante noviembre se registraron aceleraciones del crédito de consumo de los hogares. En dicho mes esta cartera se expandió 13,3% anual, tasa algo mayor que el 12,5% de octubre y que el 11,8% del tercer trimestre. Adicionalmente, las tasas de interés nominales de los hogares no han tenido cambios significativos. Sin embargo, en términos reales continúan mostrando una tendencia decreciente.
25. Por el lado de la oferta se observaron resultados dispares. El PIB del comercio continuaría mostrando un buen dinamismo, según lo sugieren las ventas al por menor ya analizadas.

26. En el caso del petróleo, aunque la producción se mantiene por encima del millón de barriles y reporta una aceleración frente al trimestre anterior (1.002.000 barriles diarios en promedio para el bimestre octubre-noviembre, frente a 984.000 barriles diarios promedio para el tercer trimestre), en términos anuales la expansión es débil (0,3% anual para el último bimestre y -0,9% para noviembre).
27. La industria, por su parte, se expande a tasas menores que las esperadas. En particular, las cifras publicadas por el DANE para el mes de octubre reportan un aumento anual de 0,3% y un crecimiento año corrido de 1,5%. El debilitamiento de la industria continúa, no sólo por los choques asociados a Reficar, sino también porque otros sectores, como ingenios, confecciones y tejidos de punto y ganchillo, han contribuido de manera negativa a los resultados del sector (sus variaciones anuales fueron -11,1%, -7,5% y -12,4%, respectivamente).
28. Por su parte, en noviembre la demanda de energía total aumentó 3,1% anual, luego de haber registrado un incremento de 4% en el mes anterior y de 5,1% durante el tercer trimestre. El componente regulado lo hizo en 5,6% y el no regulado en 0,9%.

III. Comportamiento de la inflación y precios

29. En noviembre la inflación anual al consumidor se aceleró en 36 puntos base (pb), situándose en 3,65% (**Cuadro 2**). En términos mensuales, la variación ascendió a 0,13%, cifra mayor que la esperada por el mercado (0,05%). En el mismo mes del año anterior se había registrado un fuerte descenso del IPC (de 0,22%) debido a caídas en los precios de alimentos y regulados, situación que no se repitió en esta oportunidad, por lo que la inflación anual aumentó. Durante lo corrido del año a noviembre el incremento de los precios al consumidor ha sido de 3,38%.
30. En noviembre se produjo un aumento de la inflación básica por segundo mes consecutivo. De acuerdo con el promedio de los cuatro indicadores estimados por el Banco, esta se situó en 2,85%, 9 pb más que el registro de octubre (**Cuadro 2**). Todos los indicadores se incrementaron, con la excepción del IPC sin alimentos ni regulados, que se mantuvo estable en 2,6%. La mayor aceleración se presentó en el IPC sin alimentos, que para este mes alcanzó 3,2%, el máximo nivel entre los cuatro índices, superando por primera vez al núcleo 20 (3,1%).

Cuadro 2

**Comportamiento de la inflación
a noviembre de 2014**

Descripción	dic-13	jun-14	jul-14	ago-14	sep-14	oct-14	nov-14	Participación	Participación
								en porcentaje en la aceleración del mes	en porcentaje en la aceleración del año corrido
Total	1,94	2,79	2,89	3,02	2,86	3,29	3,65	100,00	100,00
Sin alimentos	2,36	2,66	2,75	2,84	2,70	2,91	3,18	53,81	34,66
Transables	1,40	1,94	1,60	1,57	1,59	1,66	1,68	1,45	3,86
No transables	3,76	3,45	3,17	3,29	3,26	3,26	3,23	-1,19	-8,72
Regulados	1,05	2,14	3,60	3,83	3,25	4,07	5,32	53,55	39,52
Alimentos	0,86	3,11	3,26	3,47	3,25	4,27	4,88	46,19	65,34
Perecederos	-0,16	8,92	9,18	8,91	7,61	15,14	17,61	21,18	37,65
Procesados	-0,24	1,44	1,66	2,09	2,14	2,13	2,65	21,89	26,04
Comidas fuera del hogar	3,26	3,52	3,45	3,47	3,23	3,43	3,55	3,12	1,64
Indicadores de inflación básica									
Sin Alimentos	2,36	2,66	2,75	2,84	2,70	2,91	3,18		
Núcleo 20	2,72	3,04	2,73	2,98	2,89	3,02	3,09		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs	2,19	2,53	2,33	2,42	2,39	2,53	2,57		
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,81	2,51	2,56	2,55	2,58	2,57		
Promedio indicadores inflación básica	2,51	2,76	2,58	2,70	2,63	2,76	2,85		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

31. Dentro del IPC sin alimentos, las presiones alcistas provinieron del IPC de regulados, lo cual estaba en buena parte previsto por la SGEE. En el caso de las otras dos subcanastas – transables y no transables sin alimentos ni regulados – la variación anual permaneció en niveles muy similares a los de los dos meses anteriores.
32. Hasta noviembre, no se percibía una transmisión de la depreciación del peso a los precios de los transables sin alimentos ni regulados. La variación anual de esta sub canasta en el último mes (1,7%) era tan solo 10 pb mayor que la de finales del tercer trimestre e incluso menor que la de junio, cuando el peso se situaba en uno de sus niveles más altos (**Cuadro 2**). En noviembre algunos precios, como los de vehículos y servicios de televisión, comenzaron a aumentar, pero ello ha sido compensado por descensos en otros rubros, como el de compra de celulares y sus accesorios. Asimismo, se siguieron presentando caídas en los IPC de la mayoría de electrodomésticos y de aparatos electrónicos. A finales de noviembre el peso se había depreciado en términos anuales cerca de 15%, y frente a su nivel más alto en julio, un 20%.

- 33.El IPC de no transables sin alimentos ni regulados (**Cuadro 2**), por su parte, descendió ligeramente en el último mes a 3,2%. Desde julio dicho indicador ha fluctuado entre este nivel y 3,3%, sugiriendo que las presiones de demanda son escasas. El principal ítem, arriendos, continúa mostrando una variación anual de 3,1%.
- 34.En el último mes, la variación anual del IPC de regulados aumentó en 125 pb, alcanzando un nivel de 5,3%. Como se mencionó, esto obedece, en parte, a una baja base de comparación en noviembre del año pasado, pero también a alzas de cierta consideración en rubros como el transporte público urbano, el gas natural y, en menor medida, la energía eléctrica. En el primer caso, en noviembre el IPC recogió parte del reajuste de las tarifas del transporte público decretadas por el gobierno de Bogotá desde mediados de octubre. En cuanto al gas, el reajuste del mes fue de 2,1%, el cual se suma a uno similar el mes anterior y que haría parte de una serie de reajustes que ocurrirían en los próximos meses como respuesta a los aumentos del precio del gas natural en la costa Caribe colombiana.
- 35.Respecto a los alimentos, la variación anual en noviembre ascendió a 4,9%, 61 pb más que el registro de octubre. Los tres principales componentes de esta canasta – procesados, perecederos y, en menor medida, comidas fuera del hogar – se aceleraron. Para el caso de los procesados, una parte del alza se concentró en la carne de res y esto podría estar relacionado con la fase de retención de la ganadería en Colombia. Sin embargo también se registraron aumentos en los precios de productos como los huevos, algo que podría obedecer al incremento del tipo de cambio puesto que la producción de estos bienes es intensiva en materias primas importadas. De todas maneras, la transmisión de la depreciación a los precios de los alimentos también ha sido escasa hasta ahora.
- 36.En el entorno anterior, las expectativas de inflación han aumentado. Según la encuesta mensual realizada por el Banco de la República a los analistas del mercado, la inflación esperada para diciembre de este año es de 3,59% y a doce meses de 3,22%. Hace un mes estos valores eran de 3,46% y 3,14% respectivamente. En el caso de las expectativas derivadas de la curva de rendimiento de los TES a 2, 3 y 5 años, estas se situaron entre 3,1% y 3,6%, en promedio 24 pb más que hace un mes.
- 37.En noviembre, la variación anual del IPP volvió a incrementarse, mostrando una cifra de 5,1% frente a 4,9% del mes anterior. Las presiones alcistas provinieron fundamentalmente del IPP importado (3,9%), el cual está

aumentando como consecuencia de la depreciación del peso. Sin embargo, el IPP local no se incrementó, atenuando parcialmente estas alzas gracias a las rebajas que se observaron en el IPP local de minería, por disminuciones en los precios de los combustibles.

38. En materia de costos salariales con cifras a octubre, en el caso de la industria y la construcción, estos continuaron ajustándose a tasas cercanas o inferiores al 4,0%, compatibles con la meta de inflación. Para el comercio, el ritmo de ajuste es mayor (6,1%), pero descendió frente a lo registrado hace un mes. Además el dato puede estar afectado por cambios metodológicos recientes efectuados a la encuesta de comercio.