



VERSIÓN PÚBLICA

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

Informe de política monetaria



VERSIÓN PÚBLICA

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

Informe de política monetaria

Subgerencia de Estudios Económicos

ABRIL DE 2016

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. Los registros más recientes de la actividad económica de los principales socios comerciales de Colombia, muestran que, tal como se tenía previsto, el crecimiento para el segundo trimestre sería mejor que el del primero.
2. En los Estados Unidos, los datos de abril de ventas al detal y de mayo de confianza de los consumidores sugieren una recuperación del consumo frente al bajo dinamismo observado en el primer trimestre. Adicionalmente, la producción industrial a abril presentó menores contracciones que las observadas en meses anteriores y el mercado laboral continuó con una tendencia favorable.
3. Las minutas presentadas por el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) de la Fed de su reunión de abril, transmiten un mensaje de incrementos de tasas más próximos a lo que suponía el mercado, aunque advierten que están sujetos a los datos de actividad económica del segundo trimestre.
4. Por su parte la inflación total en los Estados Unidos aumentó levemente en abril (de 0,9% a 1,1%) aunque se mantuvo por debajo de la meta de largo plazo de la Fed (2%); el indicador de la básica mostró un leve retroceso (de 2,2% a 2,1%).
5. En la zona del euro, se observó un crecimiento trimestral modesto en el PIB del primer trimestre (0,5%) pero levemente mejor que el de finales del año anterior. Al mes de abril, los índices de confianza de los consumidores y de la industria manufacturera continuaron en terreno positivo. Con respecto a la variación de los precios, en abril los indicadores de inflación anual total y básica fueron ligeramente inferiores a los de marzo (-0,1% y 0,7%, respectivamente). En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo una política monetaria altamente expansiva.
6. En China, en el mes de abril las ventas al por menor se desaceleraron y la producción industrial mantuvo un crecimiento bajo. La inversión en activos fijos se ha mantenido estable en los últimos trimestres gracias a los estímulos fiscales que se han implementado. Estos resultados apuntan a una desaceleración de la economía china más gradual de la que se tenía prevista. Por su parte, la inflación anual en abril se mantuvo en niveles bajos (2,3%).
7. En América Latina, las cifras disponibles de PIB de México y Chile para el primer trimestre de 2016, muestran un crecimiento anual superior al del trimestre pasado, pero inferior al promedio de los últimos años. Los índices

mensuales de actividad económica para marzo sugieren que en Perú el dinamismo continúa, mientras que Brasil seguiría contrayéndose fuertemente. En Ecuador y Venezuela, aunque no hay cifras recientes, el fuerte deterioro de sus términos de intercambio y las dificultades para hallar financiamiento externo deberían hacer que la recesión por la que atraviesan se profundice.

8. Los registros de inflación a abril en las economías de Brasil, Chile y Perú han empezado a ceder, aunque se mantienen en niveles elevados respecto al objetivo de sus autoridades monetarias. Por su parte, en México la inflación se redujo y sigue en la parte baja del rango meta del banco central de este país.
9. En abril los precios internacionales del petróleo y otros bienes básicos exportados por el país continuaron subiendo desde los mínimos que se registraron a mediados de febrero.
10. La cotización del crudo Brent aumentó 8,9% en lo corrido del mes al 24 de mayo, en promedio, respecto a lo observado el mes anterior. Parte de este incremento se explicaría por una reducción en la oferta por una menor producción de Nigeria, Libia e Irak por problemas de orden público, y en los Estados Unidos por la menor extracción en los yacimientos no convencionales. A esto se suman las interrupciones temporales en la producción de Canadá por incendios forestales y los temores entre los principales analistas de que los problemas políticos en Venezuela afecten la extracción de crudo. Pese a esto, los inventarios se mantienen en niveles históricamente elevados y persistiría el exceso de oferta.
11. Las cotizaciones de los productos básicos de exportación de la región se han mantenido en los niveles observados en los últimos meses. La excepción es el precio de la soya y el carbón, los cuales han presentado incrementos.
12. En lo corrido del mes de mayo se observó una estabilización de los indicadores de volatilidad financiera en los niveles de los meses anteriores, asociados con una baja aversión al riesgo global. Adicionalmente, se presentó un fortalecimiento del dólar estadounidense frente a la mayoría de monedas del mundo junto con una caída en los índices accionarios. Por su parte, las tasas de los bonos soberanos de largo plazo de las principales economías desarrolladas continuaron bajas.
13. En este entorno, las primas de riesgo de América Latina no presentaron cambios significativos respecto a los meses anteriores. En contraste, las monedas de la región se debilitaron frente al dólar. Con cifras al 25 de mayo, el

peso colombiano registró una depreciación de 7,4% frente al valor mínimo de abril (abril 29). Para las monedas peruana, chilena y mexicana la depreciación fue de 3,0%, 4,8% y 7,6%, respectivamente, frente a su valor mínimo de abril.

a. Exportaciones e importaciones

14. En marzo las exportaciones registraron una caída anual de 33,4%, debido a contracciones en las ventas externas de todos los grupos de bienes. Se destaca la fuerte caída en el grupo de bienes de origen minero (-49,4%). En lo corrido del año, las exportaciones han registrado una disminución de 31,8%, también con un importante retroceso en las ventas externas de bienes de origen minero (**Cuadro 1**).
15. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en abril las exportaciones sin petróleo registraron una caída anual de 8,6%.
16. En marzo las importaciones CIF registraron una disminución anual de 22,6%, debido a las reducciones en las compras externas de todos los grupos de bienes. Es de notar la contracción en las importaciones de bienes de capital (-33,5%). En lo corrido del año, las importaciones han caído 25,1% (**Cuadro 2**).
17. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en abril las importaciones CIF registraron una caída anual de 19,5%.

Cuadro 1. Comportamiento de las exportaciones en dólares

Marzo de 2016			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total	-33,4%		
Bienes de origen agrícola	-8,9%	Café	-16,0%
		Flores	-17,8%
Bienes de origen minero	-49,4%	Petróleo crudo	-57,8%
		Carbón	-45,0%
Resto de exportaciones*	-5,4%	Productos químicos	-9,2%
		Otros	-21,5%
Acumulado Enero-Marzo de 2016			
Total	-31,8%		
Bienes de origen agrícola	-18,5%	Café	-30,4%
		Banano	-7,4%
Bienes de origen minero	-45,1%	Petróleo crudo	-55,3%
		Carbón	-36,1%
Resto de exportaciones	-8,9%	Productos químicos	-16,1%
		Otros	-16,4%

* Por destinos, se destacan en este rubro las caídas de 28,9% hacia Ecuador, de 14,6% hacia Venezuela y de 8,6% hacia Asia. En contraste, se registró un aumento moderado en las ventas externas de este rubro hacia la Unión Europea (10,4%).

Fuente: DANE

Cuadro 2. Comportamiento de las importaciones en dólares

Marzo de 2016			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total	-22,6%		
Bienes de capital	-33,5%	Equipo rodante de transporte	-66,3%
		Maquinaria industrial	-36,1%
Materias primas	-16,4%	Combustibles	-22,3%
		Productos mineros (para la industria)	-24,2%
Bienes de consumo	-19,6%	Vehículos de transporte particular	-40,5%
		Vestuario y otras confecciones de textiles	-29,2%
Acumulado Enero-Marzo de 2016			
Total	-25,1%		
Bienes de capital	-39,4%	Equipo rodante de transporte	-76,5%
		Maquinaria industrial	-25,9%
Materias primas	-15,4%	Productos químicos y farmacéuticos (para la industria)	-14,4%
		Productos mineros (para la industria)	-23,8%
Bienes de consumo	-19,1%	Vehículos de transporte particular	-32,3%
		Productos farmacéuticos y de tocador	-10,8%

Fuente: DANE

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

18. Con información a febrero, la serie desestacionalizada del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió 3,0%, un poco por debajo de la de enero (3,2%), y de la observada para el agregado del cuarto trimestre de 2015 (3,2%). La industria y la construcción habrían contribuido al crecimiento de esta serie en dicho mes (cifras no publicadas de forma oficial).
19. En marzo las cifras de la Encuesta mensual de comercio minorista (EMCM) del DANE registraron un caída de las ventas al por menor sin combustibles de 3,6% frente al mismo mes de 2015, dato significativamente menor que el 5,5% registrado en febrero. Al descontar las ventas de vehículos, el crecimiento anual fue -1,0% (frente a 7,0% febrero). Para el caso de vehículos, la contracción de marzo fue de 16,9%, ritmo mayor que el de febrero (-2,6%).

20. Para el agregado de los primeros tres meses del año, las ventas totales del comercio sin combustibles se aceleraron frente al registro del cuarto trimestre de 2015 (de -0,4% a 1,6%). Al excluir vehículos el agregado restante se desaceleró pasando de 4,9% a 3,7%. Por último, las ventas de vehículos redujeron el ritmo de caída de -24,2% en el periodo octubre-diciembre de 2015 a -9,6% para enero-marzo de 2016. Al corregir por estacionalidad y por efectos calendario, las series de ventas minoristas sin vehículos continúan mostrando una desaceleración moderada en el primer trimestre, similar a la observada en los datos sin desestacionalizar.
21. El balance de las ventas de marzo de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República continuó cayendo frente a los registros de meses anteriores, lo que también sugiere una desaceleración del consumo privado.
22. Con respecto a la inversión diferente de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles, con cifras a marzo tanto las importaciones de bienes de capital (llevadas a términos reales) como el balance de expectativas de inversión de la EMEE anticipan una desaceleración de este rubro en el primer trimestre.
23. Por el lado de la oferta, la industria total presentó una expansión anual de 1,4% en marzo, y al excluir refinación de petróleo, las manufacturas restantes cayeron 1,6%. Frente al mes anterior este menor ritmo de crecimiento anual se explica en gran parte por el fenómeno estacional de Semana Santa, por lo cual este efecto debería revertirse el próximo mes. Al corregir por efectos calendario, en marzo la serie desestacionalizada para la industria total y sin refinación habría mostrado un incremento anual de 8,3% y 5%, respectivamente. Para el trimestre, la industria se expande a una tasa anual de 5,7%, y al excluir refinación la expansión es 2,8%.
24. De acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo a marzo, aunque el indicador de pedidos y el indicador de existencias (contracíclico a la producción) se deterioraron frente al mes anterior, los componentes tendenciales de cada uno de ellos apuntan a un mejor desempeño de la industria en comparación con los trimestres anteriores. Las expectativas de producción a tres meses continuaron mostrando una importante recuperación.
25. En construcción se destacan las caídas de la producción y los despachos de cemento, ambas con una contracción anual de 6,7%. Al observar las cifras trimestrales se aprecia una desaceleración frente al cuarto trimestre de 2015, al

pasar de 7,8% a 1,7% en la producción de cemento y de 7,2% a 0,2% en el caso de los despachos. En este caso la evidencia estadística también sugiere que este dato está afectado por la Semana Santa.

26. Con todo lo anterior, la nueva información disponible para el primer trimestre de 2016 permite mantener el punto medio y el rango de pronóstico de crecimiento del PIB presentado en el anterior Informe sobre Inflación (2,5% y entre 1,8% y 3,2%, respectivamente).
27. Los indicadores para el segundo trimestre son aún escasos y no permiten definir una proyección del crecimiento del PIB para dicho periodo.
28. En cuanto a los indicadores relacionados con el consumo privado, en abril el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo mejoró levemente frente a lo observado a lo largo de los primeros tres meses del año. No obstante, su nivel se encuentra muy por debajo del promedio de la serie calculado desde noviembre de 2001.
29. La información a marzo muestra que la tasa de desempleo continúa aumentando en todos los dominios geográficos, con la excepción de las áreas rurales, explicado por la desaceleración del empleo, que ha sido más fuerte en las áreas urbanas. Esto podría contribuir a una desaceleración del ritmo de crecimiento del consumo privado en los siguientes trimestres.
30. De otra parte la información más reciente del reporte del número de matrículas publicado por el comité automotor colombiano sugiere que esta serie registró una caída de 7,2% en abril, menos negativa que el -17,5% del agregado del primer trimestre. Al analizar por segmentos, las caídas se dan tanto en los vehículos de uso particular como de uso comercial, aunque fueron mayores en el segundo caso que en el primero.
31. Adicionalmente, en abril las tasas de interés reales de los hogares deflactadas por las expectativas de inflación (consumo, tarjeta, usura e hipotecaria) continúan registrando incrementos en el margen.
32. Por el lado de la oferta, con información a abril, el sector petrolero sigue mostrando un importante deterioro mientras que la de café se mantiene con un fuerte dinamismo. La producción de petróleo reportó un caída anual de 10,8% y se mantuvo por debajo del millón de barriles diarios por séptimo mes consecutivo (914 mbd) (respecto al mes anterior, la variación fue -0,3%). La producción de café, por el contrario creció 12,9% anual y se ubicó en 1,043 mil

sacos, con lo que el año corrido acumula una producción de 4,2 millones (9,8% frente al año pasado) de acuerdo con la Federación de Cafeteros.

33. En abril la demanda de energía total creció 2,2% anual, cifra menor que el 3,3% del primer trimestre, y su componente tendencial tiene una pendiente descendente. La demanda de energía no regulada creció 0,8% y la regulada lo hizo en 2,7%.
34. Es de mencionar que los pronósticos para el segundo trimestre implícitos en el del año completo contemplan que en abril se habrían revertido los resultados negativos asociados al efecto estacional de Semana Santa (observados en marzo). Para todo el año el equipo técnico mantuvo el pronóstico de crecimiento del PIB entre 1,5% y 3,2%, con 2,5% como cifra más probable.

III. Comportamiento de la inflación y precios

35. En abril la inflación anual al consumidor se situó en 7,93%, nivel inferior en 5 puntos base (pb) al del mes anterior (**Cuadro 3**). Para el año corrido, el aumento del IPC acumuló 4,05%, mayor que el 2,95% observado en igual período de 2015. La variación mensual del IPC fue de 0,50%, cifra menor a los pronósticos del mercado (0,66%).
36. La menor inflación anual en abril la explicó exclusivamente el componente regulado del IPC debido a choques a la baja en el precio de los servicios públicos. En contraste, las demás grandes agrupaciones en que se divide la canasta al consumidor aumentaron, por cuenta del efecto de El Niño junto con la transmisión de la depreciación acumulada del peso y la indexación.
37. Pese al descenso de la inflación total, la inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, aumentó nuevamente en abril a 6,38% (frente a 6,29% en marzo). A excepción del IPC sin alimentos, todos los indicadores subieron en el último mes, siendo el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos el de mayor nivel (6,72%). Por su parte, el IPC sin alimentos ni regulados cerró en 6,08% y el IPC núcleo 20 en 6,69%. El IPC sin alimentos, el de menor nivel, disminuyó a 6,02% (18 pb menos que en marzo) (**Cuadro 3**).

Cuadro 3

Comportamiento de la inflación a abril de 2016

Descripción	Ponderación						Participación	Participación
		dic-15	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	en porcentaje en la desaceleración del mes	en porcentaje en la aceleración del año corrido
Total	100,00	6,77	7,45	7,59	7,98	7,93	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	5,17	5,54	5,88	6,20	6,02	320,13	48,74
Transables	26,00	7,09	7,39	6,97	7,38	7,57	-92,93	9,01
No transables	30,52	4,21	4,46	4,86	4,83	5,00	-116,08	20,63
Regulados	15,26	4,28	5,02	6,35	7,24	5,78	529,15	19,10
Alimentos	28,21	10,85	12,26	11,86	12,35	12,63	-220,13	51,26
Perecederos	3,88	26,03	31,31	27,42	27,09	28,62	-175,83	19,69
Procesados	16,26	9,62	10,22	10,26	10,83	10,89	-38,96	19,50
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	6,78	7,09	7,53	7,53	-5,33	12,06
Indicadores de inflación básica								
Sin Alimentos		5,17	5,54	5,88	6,20	6,02		
Núcleo 20		5,22	5,56	6,25	6,48	6,69		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		5,93	6,13	6,41	6,57	6,72		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,69	5,75	5,91	6,08		
Promedio indicadores inflación básica		5,43	5,73	6,07	6,29	6,38		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

38. Al igual que en el caso del IPC total, el descenso de IPC sin alimentos se explicó exclusivamente por los regulados, cuya variación anual cayó de 7,24% en marzo a 5,78% en abril. En esta oportunidad, los servicios públicos concentraron las mayores caídas (el IPC de servicios públicos pasó de 14,0% en marzo a 10,1% en abril). La caída mensual se presentó sobre todo en energía (-6,5%) y gas (-4,2%), y en menor medida en acueducto (-0,5%).
39. El comportamiento en abril de los precios de la energía guarda relación con dos fenómenos. El primero con la disminución del precio de la energía en bolsa, algo que ha sucedido con el aumento de las lluvias y de la probabilidad del surgimiento de un fenómeno de “La Niña”. El segundo, y que fue más importante en este mes, corresponde al efecto del programa de gobierno “Apagar paga” sobre las tarifas a los hogares. Este programa premió, con una rebaja en la tarifa de dos meses (marzo y abril), a aquellos consumidores que ahorraran energía. Debido a ello, en el caso de Bogotá, el IPC de energía cayó 25,0% en solo este mes. De acuerdo con información del DANE, aún falta que el resto de ciudades apliquen estas rebajas, con lo cual se espera caídas adicionales en el mes de mayo y probablemente también en junio. En el caso del gas, debido al inicio de la temporada de lluvias y al reinicio de operaciones de la hidroeléctrica de Guatapé, cayó drásticamente su demanda por parte de las térmicas, generando un excedente en el mercado nacional. Además, el precio internacional de este hidrocarburo ha disminuido, también arrastrado por una mayor oferta mundial.

40. Por el contrario, las variaciones anuales de los demás ítems que componen el IPC de regulados aumentaron: transporte de 4,5% en marzo a 4,9% en abril y combustible de -4,7% a -3,9%. En este último caso se observó un alza de 87 pesos en el precio local de la gasolina, decretado por el Gobierno nacional y el cual obedecería a los aumentos registrados en los precios internacionales desde hace un par de meses, los cuales no están siendo compensados por los movimientos del tipo de cambio.
41. La variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados volvió a aumentar en abril (7,57%) frente a marzo (7,38%). La depreciación acumulada ha continuado trasladándose a los precios de esta sub canasta (pese a la apreciación que se observó entre mediados de febrero y finales de abril). En el último mes se destacan los incrementos en los precios de vehículos y los de algunos productos de aseo personal.
42. Luego de una pausa en marzo, la variación anual de los no transables sin alimentos ni regulados volvió a aumentar en abril (a 5,00% desde 4,83%). En esta oportunidad el aumento se concentró en arriendos (de 3,9% a 4,2%). Para este precio es posible que se esté comenzando a activar el mecanismo de indexación con base en la inflación pasada, algo que no se hizo evidente en el primer trimestre del año. En otros rubros de servicios (como educación y salud) este mecanismo sí viene observándose desde hace varios meses. Cabe señalar que en estos sectores, que son intensivos en trabajo calificado o semi-calificado, además de la inflación pasada los aumentos de los salarios también pueden ser un factor que esté presionando los precios al alza.
43. Respecto al IPC de alimentos, la variación anual volvió a aumentar en abril y se situó en 12,63% (frente a 12,35% de marzo). En esta oportunidad, dicho comportamiento obedece a las alzas del grupo de los alimentos perecederos (como la papa y algunas hortalizas) cuya variación anual pasó de 27,09% en marzo a 28,62% en abril. Los efectos del evento de “El Niño” aún persisten, en especial por el aplazamiento de siembras y por la reducción en la productividad agrícola. Esta perturbación climática ya se está debilitando y desaparecería a mediados de este año, para darle paso, con una probabilidad de ocurrencia de 75%, a un nuevo episodio de La Niña, de acuerdo con la información de las agencias meteorológicas internacionales.
44. Por su parte, la variación anual de los alimentos procesados se ubicó en 10,89% (frente a 10,83% en marzo). Se presentaron incrementos de alguna

consideración en productos de panadería, huevos, carne de res y azúcar entre otros. La variación anual de comidas fuera del hogar se mantuvo en 7,53%.

45. Por el lado de los costos no laborales, en abril no se percibieron presiones inflacionarias adicionales sobre la cesta al consumidor. La variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) se mantuvo en 8,6% mientras que la del componente importado cayó a 10,2% (desde 11,5% en marzo), lo cual se atribuye a la apreciación del peso con respecto al dólar observada a lo largo de abril. En contraste, el crecimiento anual del IPP de los bienes producidos y consumidos localmente pasó de 7,3% en marzo a 7,9% en abril, repunte explicado especialmente por los productos agropecuarios.
46. Respecto a los costos laborales, con información a marzo y abril, los ajustes continuaron superando la meta de inflación, aunque a tasas menores que la del incremento del salario mínimo y la inflación de diciembre. En el caso de los salarios de la construcción pesada, el aumento en abril fue de 3,8% anual para empleados y 5,4% para obreros, mientras que para construcción de vivienda fue 4,6%. Por su parte, el ajuste de los salarios del comercio pasó de 6,1% en febrero a 6,6% en marzo, mientras que el de industria pasó de 8,8% a 7,0%.
47. Las expectativas de inflación para diciembre de 2016 y doce meses adelante, obtenidas de la encuesta mensual a analistas financieros y recogidas a comienzos de mayo, se mantuvieron estables en 6,02% y 4,53%, respectivamente. Las expectativas a veinticuatro meses cayeron levemente de 3,81% a 3,69%. Por su parte, frente a los datos promedio de abril, para lo corrido de mayo (hasta el día 24) las inflaciones implícitas (Breakeven Inflation, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron levemente para todos los plazos (2, 3, 5 y 10 años: -2, -6, -10 y -6 pb, respectivamente). De esta manera, los datos promedio del BEI a 2, 3, 5 y 10 años se situaron en 4,73%, 4,50%, 4,29% y 4,34%, respectivamente.