



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 segundo estimativo del crecimiento del PIB de los Estados Unidos para el tercer trimestre muestra que esta economía sigue manteniendo un buen dinamismo. En dicho periodo el crecimiento del producto fue de 3,9% t.a (2,4% anual) que se compara al 4,6% t.a (2,6% anual) del segundo trimestre. Por componentes, el comercio externo neto y todos los rubros de la demanda interna le aportaron a su crecimiento, donde se destaca el buen comportamiento de las exportaciones y de la inversión.
2. Las cifras disponibles de actividad real y de confianza para lo corrido del último trimestre del año sugieren que se mantendría el buen comportamiento de la economía estadounidense. Los registros de octubre muestran que el mercado laboral (5,8%) continuó con su recuperación, lo que resultó en una nueva caída de la tasa de desempleo y en mejoras en los otros indicadores que monitorea la Reserva Federal (tasa de subempleo, vacantes, desempleo de largo plazo, etc.).
3. La inflación en los Estados Unidos no presentó cambios en octubre (1,7% anual) y se mantiene por debajo de la meta de 2% de la Reserva Federal.
4. Respecto a la zona del euro, el registro del PIB para el tercer trimestre muestra que la expansión de la actividad económica continúa siendo muy modesta (0,6% t.a). Por países, el panorama sigue siendo heterogéneo. Las economías de la periferia exhibieron ritmos de crecimiento favorables y Francia creció más de lo esperado. En contraste, Alemania mostró una tasa mediocre, e Italia entró nuevamente en recesión. Los indicadores de confianza de los hogares y de los empresarios sugieren que la debilidad de la economía europea continuaría durante el cuarto trimestre.
5. La inflación anual de la zona del euro aumentó ligeramente a 0,4% en octubre, con lo que se mantienen los riesgos de deflación.
6. En el caso de las economías emergentes, las cifras de China de octubre indican que la actividad real continuaría desacelerándose durante el último trimestre del año. En Latinoamérica los registros del PIB para el tercer trimestre en Chile, México y Perú muestran que el crecimiento continuó siendo bajo (0,8%, 2,2% y 1,8%, anual respectivamente). En el caso de Brasil, el índice de actividad real de septiembre sugiere que esta economía se habría contraído nuevamente.

7. La inflación en América Latina mostró una tendencia creciente, en parte asociada con la depreciación de sus monedas y con algunos choques de oferta que serían transitorios.
8. Los precios internacionales del petróleo continuaron cayendo durante noviembre, por debajo de lo previsto en el informe anterior, como consecuencia de las menores perspectivas de demanda global por crudo, mientras que se espera que la producción continúe en el nivel observado en los últimos meses. Varios analistas han reducido de manera importante las proyecciones de los precios para los próximos meses, lo que indicaría que en el corto plazo no se espera que las cotizaciones muestren alguna tendencia al alza.
9. Por su parte, la cotización internacional del café se mantuvo relativamente estable en los niveles elevados que se observan desde el comienzo del año, mientras que los precios del carbón y el níquel no han cambiado significativamente.
10. Las cotizaciones de algunos alimentos importados mostraron incrementos debido a que factores climáticos menos favorables habrían hecho que se revisen a la baja las proyecciones de la producción en los Estados Unidos.
11. Respecto a los mercados financieros internacionales, la volatilidad se redujo desde los niveles elevados que se observaron en el mes anterior. Por otra parte, se recuperaron los índices bursátiles de las economías avanzadas, mientras que las tasas de los bonos soberanos de largo plazo de los Estados Unidos y de la zona del euro no presentaron cambios significativos.
12. En cuanto a los mercados financieros en América Latina, se observó un incremento en las primas de riesgo. En este contexto, las monedas de la región continuaron debilitándose durante el mes de noviembre, siendo el peso colombiano y el real brasileño las que más se depreciaron durante este período.
13. En términos de política monetaria en las economías avanzadas, el Banco Central de Japón incrementó de 70 a 80 billones de yenes su meta de compra de activos. Por su parte, varios analistas económicos ven altamente probable que el Banco Central Europeo extienda su programa de compra de títulos e incluya bonos corporativos y soberanos. Finalmente, los agentes de los mercados financieros esperan que se retrase el incremento de las tasas por parte de la Reserva Federal y que ocurra a finales de 2015. El banco central de China ha adoptado algunas medidas monetarias de estímulo.

14. En lo referente al comercio exterior colombiano, durante septiembre las exportaciones totales en dólares registraron un crecimiento de 4,9% anual, gracias a los mayores volúmenes despachados, que compensaron la caída en los precios.
15. En dicho mes, las ventas externas de los principales bienes de origen minero, de los principales bienes de origen agrícola y del resto de bienes se incrementaron 3,6%, 32,9% y 1,8% anual respectivamente. En el primer grupo, los mayores aumentos se observaron en carbón (22,4%) y crudo (3,8%); en el segundo, hubo crecimientos en café (42,9%) y banano (87,9%); y en el tercero, se destacan los incrementos en alimentos y bebidas (18,9%), caucho y plástico (16,2%), y manufacturas de cuero (40,6%).
16. En lo corrido del año a septiembre las exportaciones totales en dólares se redujeron en 1,9% frente al mismo periodo del año pasado, producto de la caída en precios que no alcanzó a ser compensada por las mayores cantidades exportadas.
17. Esta contracción es el resultado de las disminuciones en las ventas externas de las categorías de principales bienes de origen minero (-2,8%) y de resto de bienes (-4,8%). En la primera se destacan las reducciones en refinados (-26,6%) y oro (-34,3%), y dentro del resto de exportaciones, las registradas en vehículos (-40%), resto de agrícolas (-40%) y carne (-60,8%).
18. Las exportaciones de los bienes de origen agrícola mostraron un crecimiento de 17% en el acumulado de enero a septiembre frente a igual periodo de 2013. En este grupo se observaron incrementos en café (25%), banano (27,6%) y flores (1,4%).
19. Por su parte, en septiembre las importaciones en dólares crecieron 12,5% anual, producto del aumento en bienes de capital (21,4%), bienes de consumo (18,3%) y bienes intermedios (3,7%). El incremento en los primeros se explica tanto por bienes de capital para la industria como por equipo de transporte; en tanto que las importaciones de bienes intermedios aumentaron, básicamente, por el crecimiento en materias primas para la industria (8,7%).
20. En lo corrido del año a septiembre las importaciones registraron un crecimiento de 7,4% anual, con aumentos en los principales grupos de bienes: 9,8% para bienes intermedios, 9% para bienes de consumo y 3,3% para bienes de capital. En el primer caso el incremento se debe en gran parte a combustibles y

lubricantes (21,2%), y materias primas para la industria (6,6%). En el último, el rubro que creció fue el de bienes de capital para la industria (6,6%).

II. Demanda interna, crecimiento y crédito

21. La información disponible para el tercer trimestre de 2014 señala que la actividad económica en Colombia se habría expandido a un ritmo algo mayor que el registrado en el segundo trimestre. El consumo de los hogares y la inversión habrían mantenido un buen dinamismo, mientras que las ventas al exterior habrían aumentado. Con esto, se estarían confirmando los pronósticos presentados en el anterior Informe sobre Inflación.
22. Con respecto al consumo, según la información más reciente de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, en septiembre el índice de ventas minoristas creció 9,1% frente al mismo mes de 2013. De esta manera, el tercer trimestre presentó una expansión de 7,6% anual, cifra algo mayor que la registrada entre abril y junio (6,6%). Al descontar el renglón de ventas de vehículos, los incrementos fueron de 6,8% y 6,5% para septiembre y el tercer trimestre, respectivamente.
23. Dentro del consumo privado se destacaría el gasto en bienes durables, en especial en vehículos. Para este último se registraron expansiones anuales de 18,9% y 12,9% para septiembre y para el tercer trimestre, respectivamente, lo que muestra una aceleración frente al trimestre anterior (2,9% anual).
24. Los resultados de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República también señalan un buen dinamismo del consumo privado. Según esta encuesta, entre julio y septiembre el balance de ventas reportadas por los comerciantes registró un mayor nivel que el observado durante el trimestre anterior.
25. En cuanto al mercado laboral, en septiembre la tasa de desempleo continúa reduciéndose en términos anuales en todos los dominios geográficos. Estos descensos se explican por aumentos del empleo, en particular del asalariado, que continúa incrementándose a un buen ritmo.
26. Para la formación bruta de capital fijo sin construcción de edificaciones ni de obras civiles se mantienen las perspectivas de una expansión similar a la del segundo trimestre. Esto se infiere a partir del comportamiento de las

importaciones de bienes de capital en términos reales, así como del balance de expectativas de inversión derivado de la EMEE.

27. El índice de cantidades exportadas de los bienes básicos de origen minero mostró una recuperación importante frente a lo registrado durante el segundo trimestre del año. Esto señalaría una reversión de los choques de oferta que se presentaron un año atrás en el sector carbonífero.
28. Por el lado de la oferta, los indicadores más recientes sugieren que la producción manufacturera ha continuado creciendo lentamente, en parte por la presencia de algunos choques de oferta (cierre de Reficar). En septiembre la variación anual del IPI sin trilla de café fue de 1,3%, en el tercer trimestre de 1,1%, y en el año corrido de 1,6%. Al excluir la refinación de petróleo, el crecimiento de la manufactura en septiembre fue de 2,2%. Aunque en el tercer trimestre se observó una tasa de expansión positiva, luego de la contracción registrada tres meses atrás, el componente tendencial de la serie muestra algún estancamiento. Así, la recuperación del sector sería gradual.
29. En lo que respecta al sector de la construcción, con cifras a septiembre se apreciaron comportamientos dispares en los diferentes indicadores. Las licencias de construcción cayeron significativamente en el mes (-29,6% anual), con lo cual el crecimiento acumulado doce meses pasó de 8,7% a 3,7%. Esta desaceleración está influenciada por una caída importante en el licenciamiento en Bogotá, y se da después de un fuerte aumento en meses anteriores, algo que podría estar explicado por la incertidumbre jurídica sobre el Plan de Ordenamiento Territorial (POT). Por su parte, la producción de cemento en el tercer trimestre se desaceleró frente al anterior, aunque mantiene una tasa de expansión alta (pasó de 14,2% a 10,2%).
30. Por el contrario, los despachos de cemento tuvieron una dinámica favorable, al pasar de crecer 8,4% anual en el segundo trimestre a 12% en el tercero. Por último, las cifras de concreto producido por la industria para el trimestre julio-septiembre sugieren que las obras civiles y las edificaciones diferentes a vivienda continuarían presentando un buen comportamiento (crecimientos anuales de 14,0% y 27,5% respectivamente).
31. Con todo lo anterior, se mantiene el rango de pronóstico de crecimiento anual para el tercer trimestre entre 4,0% y 5,2%, con 4,6% como cifra más probable. La nueva información no supone cambios en los resultados de los modelos frente a las estimaciones anteriores.

32. Para el cuarto trimestre de 2014 la información es aún escasa y está disponible sólo para el mes de octubre. Sin embargo, las cifras permiten seguir previendo una expansión anual del PIB para dicho periodo similar a la esperada para el tercer trimestre.
33. El índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo, aumentó en octubre y se encuentra por encima de su promedio desde 2001, en un nivel similar al del tercer trimestre. Tanto el componente de condiciones económicas como el de expectativas mostraron buenos resultados.
34. Por su parte, las cifras de ventas al detal de vehículos publicadas en el reporte mensual conjunto de la ANDI, Fenalco y Econometría muestran en octubre una expansión anual de 10,3%, lo que representa una leve desaceleración con respecto al tercer trimestre (17,2%). A pesar de lo anterior, el componente tendencial de esta serie revela un gran dinamismo que se espera continúe durante lo que resta del año, gracias al salón del automóvil que se realiza en las últimas semanas de noviembre.
35. Adicionalmente, la cartera de consumo de los hogares continúa creciendo. En particular, el crédito de consumo se aceleró en el margen (aumentó 12,5% anual en octubre) frente al registro del tercer trimestre (11,8%). Las tasas de interés de consumo descendieron, lo que también favorecería un buen desempeño del gasto de los hogares.
36. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el cuarto trimestre sugieren que el dinamismo continuaría. Las cifras de la Federación Nacional de Cafeteros registraron en octubre una producción de café por encima de un millón de sacos de 60kg (1.101.000), lo que representó una expansión anual de 4,1% (frente al 25% del tercer trimestre). En el año corrido a octubre el crecimiento corresponde a 14,8%, con una producción cercana a los diez millones de sacos.
37. Por su parte, en octubre la demanda de energía total creció 4,0% en términos anuales. El componente tendencial mantuvo su pendiente positiva, aunque menor que la de unos meses atrás. En cuanto a la producción de petróleo, para el mismo mes registró nuevamente un nivel por encima de un millón de barriles diarios (1002 mbd). Esto implicó un crecimiento anual de 1,7%, luego de un trimestre de variaciones negativas.
38. Por el lado de la manufactura, con información a octubre, la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo señala una leve disminución de los indicadores de confianza, pedidos y existencias, mientras que las expectativas a

tres meses mejoraron. No obstante, los componentes tendenciales de cada una de estas series continúan mostrando un buen desempeño. Lo anterior sugiere un crecimiento positivo pero moderado para el sector en lo que resta del año.

39. Dado lo anterior, el rango de pronóstico de crecimiento anual del PIB para 2014 presentado en este informe se mantiene entre 4,5% y 5,5% con cifra más probable de 5,0%. Para 2015 tampoco se registraron cambios en el intervalo de pronóstico, con lo cual la cifra más probable de expansión del PIB sería de 4,3%, con un piso de 3,0% y un techo de 5,2%. No sobra señalar que estos pronósticos suponen un buen desempeño del consumo público y de las obras civiles así como un precio del petróleo mayor al observado en las últimas semanas.

III. Comportamiento de la inflación y precios

40. Como se preveía, la inflación anual al consumidor se aceleró en octubre y se situó en 3,29% (**Cuadro 1**). El aumento significativo (de 43 puntos base [pb], frente al dato de septiembre) se explica, en parte, por la muy baja base de comparación en octubre del año pasado. En ese momento se presentó una importante e inusual caída en los precios de los alimentos y de la inflación total mensual (de -0,26%) atribuible, en buena parte, a un fenómeno transitorio.

41. En octubre la variación mensual del IPC ascendió a 0,16%, muy cerca de la anticipada por el equipo técnico del Banco de la República, pero superior a la esperada, en promedio, por el mercado (0,06%) de acuerdo a la encuesta mensual de expectativas aplicada por el Banco. El aumento se concentró en las canastas de alimentos y de regulados. En lo corrido del año la variación de precios al consumidor acumula 3,25%, cifra superior al punto medio del rango meta.

42. En octubre la inflación básica también se aceleró, aunque en una magnitud menor que la inflación total, y manteniéndose todavía por debajo del punto medio del rango meta. La cifra para dicho mes, según el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, ascendió a 2,76%, es decir, 13 pb más que el mes pasado (**Cuadro 1**). Los cuatro indicadores aumentaron: el núcleo 20 mantuvo el mayor nivel (3,0%), y el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos, el más bajo (2,5%). La inflación sin alimentos se situó en 2,9%, (21 pb más que el dato de septiembre).

Cuadro 1

Comportamiento de la inflación a octubre de 2014

Descripción	dic-13	ene-14	mar-14	jun-14	jul-14	ago-14	sep-14	oct-14
Total	1,94	2,13	2,51	2,79	2,89	3,02	2,86	3,29
Sin alimentos	2,36	2,49	2,62	2,66	2,75	2,84	2,70	2,91
Transables	1,40	1,57	1,65	1,94	1,60	1,57	1,59	1,66
No transables	3,76	3,61	3,55	3,45	3,17	3,29	3,26	3,26
Regulados	1,05	1,66	2,21	2,14	3,60	3,83	3,25	4,07
Alimentos	0,86	1,20	2,23	3,11	3,26	3,47	3,25	4,27
Perecederos	-0,16	2,13	3,17	8,92	9,18	8,91	7,61	15,14
Procesados	-0,24	-0,18	0,92	1,44	1,66	2,09	2,14	2,13
Comidas fuera del hogar	3,26	3,29	4,13	3,52	3,45	3,47	3,23	3,43
Indicadores de inflación básica								
Sin Alimentos	2,36	2,49	2,62	2,66	2,75	2,84	2,70	2,91
Núcleo 20	2,72	2,69	2,86	3,04	2,73	2,98	2,89	3,02
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs	2,19	2,27	2,53	2,53	2,33	2,42	2,39	2,53
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,74	2,74	2,81	2,51	2,56	2,55	2,58
Promedio indicadores inflación básica	2,51	2,55	2,69	2,76	2,58	2,70	2,63	2,76

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

43. Dentro del IPC sin alimentos, las presiones alcistas se originaron fundamentalmente en el de los regulados, cuya variación anual se aceleró más de lo esperado por el equipo técnico del Banco, pasando de 3,3% en septiembre a 4,1% en octubre. Durante el último mes se presentó un nuevo reajuste en el IPC de energía (0,5% mensual), que se suma a los aumentos casi sucesivos desde comienzos de año y que han llevado al incremento anual de este rubro a 6,0%, una tasa que no se observaba desde hace varios años. En octubre también se presentó un incremento en las tarifas de gas natural domiciliario (1,5%), lo que llevó su variación anual a 7,0%.
44. En el IPC de transables sin alimentos ni regulados también se observó una aceleración, cerrando el mes en 1,7% anual (**Cuadro 1**). Se presentaron aumentos de cierta consideración en pasajes aéreos, con lo cual la variación anual de este ítem ascendió a 10,1%. Por otro lado, el IPC de celulares y accesorios siguió descendiendo de manera importante, en tanto que el de vehículos no presentó variaciones luego de varios meses de caídas. Hasta octubre, no se ha reflejado la depreciación acumulada del tipo de cambio (de alrededor de 12% entre agosto y dicho mes) sobre el IPC de transables sin alimentos ni regulados. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la transmisión ocurre con al menos un trimestre de rezago, por lo que es probable que en los meses venideros se observen mayores aumentos, siempre y cuando el tipo de cambio se mantenga en los actuales niveles o siga debilitándose.
45. Por su parte, la variación anual del IPC sin alimentos ni regulados se mantuvo en 3,3%, reflejando pocas presiones de demanda, tal como lo sugieren las

estimaciones de brecha del producto presentadas en el informe anterior, que indican que esta se situaría solo un poco por encima de 0,0%. La variación anual de arriendos, el rubro más importante, no cayó en esta oportunidad y permaneció en 3,1%.

46. Respecto a los precios de los alimentos, en octubre (4,3% anual) se aceleraron 102 pb frente al mes anterior. Parte importante de este aumento se explica por un efecto de baja base de comparación. En alimentos procesados y en comidas fuera del hogar tampoco se observaron incrementos mensuales de importancia. Hasta esa fecha tampoco se percibía una transmisión de la depreciación del peso a los precios de los alimentos.
47. En cuanto a los precios al productor (IPP), en los últimos meses se ha observado una aceleración importante de la variación anual (pasó de 3,7% en septiembre a 4,9% anual en el último mes), lo cual a futuro, podría traducirse en presiones alcistas sobre los costos. Los aumentos han obedecido, en parte, al efecto de la depreciación acumulada del peso, la cual se transfiere inmediatamente al IPP importado. Asimismo, la mayor inflación al productor se explica por aumentos en los precios de bienes producidos localmente, sobre todo de origen agropecuario.
48. Los costos salariales han seguido presentando ajustes compatibles con la meta de inflación de largo plazo, según lo sugieren los salarios para sectores como el manufacturero y el de la construcción, los cuales siguen incrementando a una tasa anual de cerca de 4,0%. No obstante, hay que señalar que en los últimos dos meses la información disponible para salarios del comercio ha mostrado una aceleración de este indicador por encima de la meta (a 8,0% en septiembre). Dada la volatilidad que ha exhibido esta serie, se requieren nuevos datos para establecer si ello obedece a un cambio en las tendencias.
49. Las expectativas de inflación a diciembre de este año aumentaron, según la encuesta mensual del Banco efectuada a analistas del mercado, situándose en 3,46%, frente a 3,38% de hace un mes. A pesar de ello, las expectativas a doce meses se mantuvieron inalteradas en 3,1%, lo que sugiere que los analistas consideran la aceleración de la inflación a fin de año como algo transitorio. Las mediciones a 2, 3 y 5 años realizadas con base en la curva de rendimientos de los TES se mostraron mucho más volátiles en las últimas semanas, debido a importantes vencimientos de títulos, por lo que es más difícil precisar su tendencia; sin embargo, en promedio se sitúan un poco por encima de 3,0%.