



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

OCTUBRE DE 2016

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. Los pronósticos de crecimiento de los principales socios comerciales no cambiaron respecto a los presentados en el informe anterior. Sin embargo se percibe un incremento en la incertidumbre global que podría transmitirse a estas proyecciones.
2. Los datos disponibles sugieren que el crecimiento de los socios comerciales del país habría continuado siendo muy modesto, de acuerdo a lo previsto en el Informe de inflación pasado.
3. En los Estados Unidos el PIB del tercer trimestre fue 2,9% trimestre anualizado (t.a.) acelerándose frente a trimestres anteriores y mejor que el esperado por los analistas (2,5% t.a.). El crecimiento se explicó por el consumo, la variación de inventarios y las exportaciones netas. En este último, el resultado sorprendió positivamente a los agentes del mercado. La inversión residencial continuó restando al PIB pero en menor medida que el trimestre anterior.
4. La inflación total subió en octubre situándose en 1,6%. Este incremento estuvo asociado principalmente con el aumento de los precios de la energía. La inflación básica se encuentra cercana a la meta de la Reserva Federal (Fed) del 2%.
5. En este contexto, el Comité de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) de la Fed en la reunión de noviembre mantuvo las tasas de interés inalteradas en el rango de 0,25% a 0,5%. Las probabilidades implícitas en los futuros de los títulos de corto plazo indican que el FOMC incrementará la tasa en 25 puntos básicos (pb) en diciembre y que posiblemente se dará otro aumento en la segunda mitad de 2017.
6. En cuanto a la zona del euro, el PIB del tercer trimestre fue 0,3% trimestral muy similar al segundo trimestre y a las proyecciones del equipo técnico del Banco. El PMI a octubre mostró repuntes importantes. A pesar del menor nivel de ventas al por menor a septiembre, la confianza del consumidor a noviembre se mantiene en niveles relativamente altos. En octubre el indicador de inflación anual total subió a 0,5%, mientras que el de inflación básica permaneció en 0,8%. En este contexto, la postura del Banco Central Europeo (BCE) no presentó cambios.
7. El PMI de China en el mes de octubre presentó un incremento importante alejando al sector de manufacturas de la zona de contracción. La economía

continúa con el proceso de ajuste hacia un modelo con mayor consumo. Si bien los datos se encuentran cercanos a las metas del gobierno chino, persisten temores frente a una desaceleración fuerte y posibles inestabilidades financieras dadas por el sobreendeudamiento de la economía.

8. En América Latina, los datos disponibles sugieren que el crecimiento continúa siendo mediocre. El PIB de México para el tercer trimestre (1,95%) fue inferior a lo observado en los dos trimestres anteriores, mientras el de Chile (1,6%) fue un poco superior al del trimestre anterior. Ambos crecimientos estuvieron en línea con los pronósticos presentados en el Informe de Octubre.
9. Las cifras de actividad económica para Perú sugieren que el producto se expandirá a una mayor tasa en el tercer trimestre que en el segundo. Adicionalmente, se esperan tasas negativas para Brasil, Ecuador, Venezuela y Argentina.
10. La inflación total en Chile y en México se encuentra dentro de los rangos meta, no así en Perú donde los recientes incrementos la dejaron por fuera. En Brasil la inflación cedió en el mes de octubre pero se mantiene alejada del intervalo meta.
11. En tanto, las tasas de cambio de la región se han depreciado como consecuencia de la caída de los precios del petróleo, los resultados electorales en los Estados Unidos y la proximidad del incremento de la tasa de interés por parte de la Fed. Las variaciones más grandes se dieron en México, Brasil y Colombia.
12. En octubre los términos de intercambio aumentaron gracias al incremento en el precio de los principales productos de exportación del país. En noviembre el precio del petróleo presentó retrocesos, mientras que los del carbón y del níquel mostraron alzas. En este orden de ideas no se esperan grandes incrementos en los términos de intercambio en el mes de noviembre.
13. Las recientes fluctuaciones en el precio del petróleo están asociadas a la probabilidad de que la OPEP llegue a un acuerdo para la reducción de la oferta de crudo en la reunión del 30 de noviembre. Los pronósticos del equipo técnico del Banco supone un acuerdo con cumplimiento parcial por parte de esta organización. Vale la pena mencionar que los inventarios han caído respecto a los altos niveles observados a principio de año y que se mantienen los cortes en la producción en Libia y Nigeria.

14. En la primera semana de noviembre la volatilidad de los mercados financieros se vio alterada por las elecciones presidenciales en los Estados Unidos. En las últimas semanas los índices de volatilidad retornaron a niveles bajos, con excepción del que está asociado al petróleo, que se mantiene en niveles altos. Las primas de riesgo para América Latina se elevaron sobre todo para Brasil, México y Colombia.
15. Las tasas de los bonos soberanos de las economías desarrolladas presentaron incrementos en lo corrido de noviembre. En los Estados Unidos se han visto incrementos de 50 pb en las tasas de los títulos a 10 años.

a. Exportaciones

16. En septiembre el valor en dólares de las exportaciones registró una caída anual de 4,9% debido a descensos en todos los grupos de bienes, destacándose la de los de origen agrícola (-12,8%) y en el grupo resto (-7,4%). En lo corrido del año, las exportaciones han registrado una disminución de 20,4%, a la cual han contribuido principalmente las caídas de las ventas de bienes de origen minero (-27,9%) (**Cuadro 1**).

Cuadro 1. Comportamiento de las exportaciones en dólares

Septiembre de 2016			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total	-4,9%		
Bienes de origen agrícola	-12,8%	Café	-22,6%
Bienes de origen minero	-1,3%	Petróleo crudo Ferroniquel	-26,6% -22,5%
Resto de exportaciones*	-7,4%	Productos químicos Alimentos, bebidas y tabaco sin café	-13,5% -26,0%
Acumulado Enero-Septiembre de 2016			
Total	-20,4%		
Bienes de origen agrícola	-7,8%	Café	-18,6%
Bienes de origen	-27,9%	Petróleo crudo	-44,3%

minero		Carbón	-8,3%
Resto de exportaciones	-11,0%	Productos químicos	-13,8%
		Artes gráficas y editorial (papel, cartón y sus productos)	-29,1%

* En este rubro la mayoría de las agrupaciones de destinos cayeron, destacándose las reducciones de 3,7% hacia EEUU y de 37,9% hacia la Unión Europea.

Fuente: DANE

17. En lo corrido del año, el índice de precios de las exportaciones totales ha registrado una importante caída (-18,5%), mientras que el índice de cantidades ha disminuido de forma moderada (-2,8%). Esto indica que el valor de las exportaciones continúa contrayéndose principalmente como consecuencia de las reducciones en los precios, especialmente los de origen minero (-23,4% anual en el acumulado a septiembre).

18. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en octubre las exportaciones sin petróleo y derivados, registraron un crecimiento anual de 6,2% (según esta fuente, en septiembre habían caído 6,4%, sin embargo el descenso reportado posteriormente por el DANE fue de 1,7%).

b. Importaciones

19. En septiembre el valor en dólares de las importaciones CIF mostró una disminución anual de 12,1%, debido a las reducciones en las compras externas de todos los grupos de bienes, sobresaliendo los descensos en los bienes de capital (-16,9%) y en las materias primas (-12,8%). En lo corrido del año, las importaciones han caído 19,6% (**Cuadro 2**).

Cuadro 2. Comportamiento de las importaciones en dólares

Septiembre de 2016			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total	-12,1%		
Bienes de capital	-16,9%	Maquinaria industrial	-36,1%
		Materiales de construcción	-24,8%
Materias primas	-12,8%	Combustibles	-53,8%
		Productos químicos y farmacéuticos	-5,4%
Bienes de	-4,0%	Vehículos de transporte particular	-23,1%

consumo		Vestuario y otras confecciones textiles	-18,8%
Acumulado Enero-Septiembre de 2016			
Total	-19,6%		
Bienes de capital	-29,4%	Equipo rodante de transporte	-59,3%
		Maquinaria industrial	-29,1%
Materias primas	-14,7%	Combustibles	-28,1%
		Productos químicos y farmacéuticos	-12,2%
		Productos mineros (para la industria)	-18,1%
Bienes de consumo	-14,4%	Vehículos de transporte particular	-26,3%
		Productos farmacéuticos y de tocador	-9,4%

Fuente: DANE

20. En lo corrido del año las importaciones caen tanto por precios como cantidades. A septiembre el índice de precios cayó 13,3%, mientras que el de cantidades lo hizo en 7,3%.
21. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en octubre las importaciones CIF registraron una caída anual de 18,9% (según esta fuente, en septiembre habían caído 15,7%, sin embargo el descenso reportado posteriormente por el DANE fue de 12,1%).

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

22. Para este informe se mantienen los pronósticos de crecimiento presentados en el informe anterior: para el tercer trimestre de 2016, una cifra entre 1,0% y 2,2% con 1,6% como más probable y para todo el año entre 1,5% y 2,5% con 2,0% como pronóstico central. No obstante, varios de los indicadores que se describen a continuación han arrojado resultados mediocres y por debajo de lo esperado. Por ello se considera que ha aumentado la probabilidad de que el crecimiento para todo el año se ubique por debajo del pronóstico central.
23. Según las cifras de la encuesta mensual de comercio minorista (EMCM) del DANE, en septiembre las ventas al por menor mostraron una contracción de 1,3% anual. Con ello, el tercer trimestre registró una caída de 2,0% que implica un deterioro frente al crecimiento de 1,3% observado un trimestre atrás. El componente tendencial de la serie muestra un debilitamiento.

24. Al descontar las ventas de los vehículos, las restantes mostraron una caída de 0,6% para el mes de septiembre y un ligero crecimiento de 0,1% para el tercer trimestre. De esta manera, el indicador registró una desaceleración frente al dato del segundo trimestre de 2016 (+2,0%).
25. Según la misma fuente, las ventas de vehículos y motocicletas cayeron 4,9% anual en septiembre. Para el agregado del tercer trimestre la reducción fue mayor, alrededor de -12,3%. Esto es un deterioro adicional al mal comportamiento que este renglón del comercio minorista ha tenido en lo corrido del año.
26. Otros indicadores que guardan una alta correlación histórica con el crecimiento del consumo de los hogares también sugieren un menor dinamismo. En particular, en septiembre el balance de las ventas de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República mantuvo un nivel levemente inferior al observado un trimestre atrás.
27. Respecto a la formación bruta de capital fijo sin construcción de edificaciones ni de obras civiles, el balance de expectativas de inversión de la EMEE de septiembre sugiere que en el tercer trimestre este agregado continúa contrayéndose.
28. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles también sugieren un menor desempeño durante el tercer trimestre respecto a lo observado en la primera mitad del año.
29. La producción industrial total en septiembre creció 4,0%, cifra inferior a la esperada por el equipo técnico del Banco. Al excluir la refinación de petróleo, las manufacturas restantes cayeron a una tasa anual de 0,9%. En lo corrido del año, el total de la industria creció a una tasa anual de 4,3% y al excluir refinación 1,0%. En términos trimestrales, el agregado mostró una expansión de 2,3% que es una desaceleración importante frente a lo observado en el segundo trimestre (6,2%). Es importante señalar que esto se explica por el impacto negativo que el paro camionero presentó sobre la producción industrial en el mes de julio, cuando la industria cayó 6,3%.
30. En lo que respecta a la construcción, en septiembre la producción de cemento mostró una caída de 9,1%, con lo cual el trimestre también registró una contracción anual similar (9,1%). Esto mismo se observó en los despachos, los cuales cayeron 11,0% y 11,2% en septiembre y el tercer trimestre

respectivamente. Por su parte, las licencias de construcción disminuyeron 23,9% y 19,1 en septiembre y el tercer trimestre, respectivamente.

31. De acuerdo con las cifras de la Agencia Nacional de Minería en el tercer trimestre, la producción de carbón aumentó 17% en comparación al mismo periodo en 2015, pasando de 19,9 millones de toneladas a 23,4 millones de toneladas.
32. Las cifras para el cuarto trimestre de 2016 son escasas y no permiten definir un pronóstico confiable del crecimiento del PIB para ese periodo. Sin embargo, algunos indicadores hacen prever un comportamiento del consumo de los hogares algo más débil de lo que se habría registrado entre julio y septiembre.
33. En octubre el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) disminuyó levemente frente al mes anterior. No obstante, el nivel de este mes se situó por encima del promedio del tercer trimestre. Cabe señalar que el nivel se encuentra significativamente por debajo del promedio calculado desde 2001.
34. Por otra parte, con información para octubre, la serie de matrículas publicada por el comité automotor colombiano¹, mostró un descenso de 35,2%. Aunque es incierto el efecto que sobre las ventas de vehículos en noviembre pueda tener el XV Salón del Automóvil de Bogotá, el dato de octubre y la tendencia del año corrido sugieren también un desempeño débil para el último trimestre del año en esta partida del consumo durable de los hogares.
35. En el mercado financiero la dinámica del endeudamiento se sigue moderando desde niveles elevados relativos al producto. El de tipo comercial continuó desacelerándose (5,7%) y la tasa de aumento de la de los hogares se estabilizó en un 13,1%.
36. Los indicadores de la oferta también apuntan a un debilitamiento adicional de la economía para el cuarto trimestre. Las cifras de la Federación Nacional de Cafeteros registraron en octubre una producción de café por encima de un millón de sacos de 60kg (1.395.000), con una expansión anual de 2,0%. En el año corrido del año, el crecimiento acumulado se sitúa alrededor de -1,2%, con una producción cercana a los 11.260.000 sacos.
37. Por su parte, en octubre la demanda de energía total se contrajo 3,0% en términos anuales y su componente tendencial mostró un aplanamiento. Al

¹ Conformado por la Asociación Nacional de Industriales (ANDI), la Federación Nacional de Comerciantes (FENALCO), y la firma Econometría.

descomponer la demanda de energía, se aprecia que la regulada y la no regulada cayeron 1,8% y 4,4%, respectivamente.

38. En octubre la producción de petróleo fue de 846 mil barriles diarios en promedio, lo que implicó una contracción anual de 15,3%. En lo corrido del año, la producción promedio se situó en 894 mbd que representa una caída anual de 11,2%.
39. Respecto al mercado laboral, con cifras a septiembre, la tasa de desempleo (TD) continúa mostrando una tendencia ascendente, especialmente en las áreas urbanas. Se han observado incrementos anuales de la TD en la mayoría de ciudades. Lo anterior se debe a una caída de la tasa de ocupación (TO). Aunque el empleo ha dejado de crecer, aún se sigue observando una tasa de crecimiento anual positiva del empleo asalariado y formal.
40. En términos generales, los ajustes salariales nominales se habrían mantenido estables con algunas desaceleraciones en el margen.

III. Comportamiento de la inflación y precios

41. La inflación anual mantuvo una tendencia decreciente en octubre, situándose en 6,48%. De esta manera se completan tres meses consecutivos de descenso desde julio cuando se alcanzó un máximo de 8,97% (**Cuadro 3**). La inflación acumulada en lo corrido del año ascendió a 5,19%, cifra inferior a la observada un año atrás (5,47%). La variación mensual nuevamente fue levemente negativa (-0,06%) y menor que la pronosticada por el mercado (0,11%) y por el equipo técnico del Banco.

Cuadro 3

Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A octubre 2016

Descripción	Ponderación									Participación	Participación
		dic-15	mar-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	en porcentaje en la desaceleración del mes	en porcentaje en la desaceleración del año corrido	
Total	100,00	6,77	7,98	8,60	8,97	8,10	7,27	6,48	100,00	100,00	
Sin alimentos	71,79	5,17	6,20	6,31	6,26	6,10	5,92	5,64	26,23	-103,48	
Transables	26,00	7,09	7,38	7,90	7,87	7,53	7,20	6,49	21,22	47,85	
No transables	30,52	4,21	4,83	4,97	5,01	5,05	4,85	4,81	2,33	-58,41	
Regulados	15,26	4,28	7,24	6,71	6,40	6,10	6,19	6,07	2,67	-92,92	
Alimentos	28,21	10,85	12,35	14,28	15,71	13,06	10,61	8,53	73,77	203,48	
Perecederos	3,88	26,03	27,09	34,94	39,27	21,27	6,66	-2,18	51,27	407,19	
Procesados	16,26	9,62	10,83	12,09	13,33	13,07	12,56	11,75	16,41	-122,92	
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	7,53	8,11	8,50	9,00	9,18	8,64	6,09	-80,79	
Indicadores de inflación básica											
Sin Alimentos		5,17	6,20	6,31	6,26	6,10	5,92	5,64			
Núcleo 20		5,22	6,48	6,82	7,03	7,07	6,73	6,58			
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		5,93	6,57	6,77	6,92	6,97	6,65	6,37			
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,91	6,20	6,22	6,10	5,84	5,52			
Promedio indicadores inflación básica		5,43	6,29	6,52	6,61	6,56	6,29	6,03			

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

42. Como viene sucediendo desde agosto, la disminución de la inflación total anual en octubre se explica sobre todo por el descenso o escaso ajuste de los precios de los alimentos, en especial de los perecederos. A esto se añade las caídas en la variación anual del IPC sin alimentos, lideradas por la sub canasta de transables (sin alimentos ni regulados). A la reducción de la inflación anual en el último mes también contribuyeron, en algún grado, los otros componentes principales del IPC (no transables y regulados).
43. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, se redujo de 6,29% en septiembre a 6,03% en octubre. Todos los indicadores contemplados cayeron (**Cuadro 3**), siendo el IPC sin alimentos el de menor nivel (5,64%) y el núcleo 20 el de mayor nivel (6,58%).
44. Dentro del IPC sin alimentos, el segmento transable se redujo de 7,20% en septiembre a 6,49% en octubre. Esta variable completa cuatro meses de descensos sucesivos, lo que sugiere que la transmisión de la depreciación acumulada entre mediados de 2014 y los primeros meses de 2016 estaría cercana a completarse. Esto no implica que dicho canal no se pueda reactivar si se sostiene la depreciación observada en las últimas semanas.
45. Respecto al IPC de no transables, su variación anual cayó levemente y se situó en 4,81%. Esta disminución se suma a la de los dos meses anteriores y a ella igualmente contribuyó el IPC de arriendos (que pasó de 4,1% en septiembre a 4,0% en octubre). Los demás grupos se mantuvieron estables o presentaron leves aumentos. La variación anual de no transables (sin alimentos ni

regulados) aumentó en 2015 y a comienzos de 2016, impulsada sobre todo por los precios de los servicios, algo que habría obedecido al aumento de las presiones de costos salariales y a la mayor indexación y expectativas de inflación. El descenso de los últimos meses, sin embargo, podría sugerir que estos factores están cediendo, pero también que el debilitamiento de la demanda interna está limitando los reajustes de precios.

46. El IPC de regulados registró un leve descenso al pasar de 6,19% en septiembre a 6,07% en octubre. Este comportamiento obedeció a la disminución de la variación anual del IPC de servicios públicos, la cual pasó de 10,53% en septiembre a 8,93% en octubre, debido sobre todo a la reducción de las tarifas de gas domiciliario (cuya variación anual cayó de 14,0% a 10,3%). En contraste, el subgrupo transporte (de 4,99% a 6,02%) y el de combustible (de -2,98% a -2,06%) aumentaron. El primero, por reajustes en las tarifas de taxis en Bogotá. El segundo, por una base de comparación estadística baja en igual mes del año pasado, cuando se presentó una reducción importante en este precio.
47. En octubre nuevamente se presentó una reducción significativa en la variación anual del IPC de alimentos. El dato para este mes fue 8,53% frente a 10,61% en septiembre y 15,71% en julio, el máximo nivel observado en años recientes. Como se esperaba, con la desaparición del fenómeno de El Niño y la superación del paro camionero, la oferta de alimentos y sus precios han continuado retornando a niveles normales. Este ha sido sobre todo el caso del IPC de alimentos perecederos cuya variación anual nuevamente se redujo de manera importante en octubre, situándose en -2,2% frente a un dato de 6,7% un mes atrás y de 39,27% en julio. Precios de diversas hortalizas y verduras y de la papa continuaron cayendo.
48. Adicionalmente, el IPC de alimentos procesados también se redujo en el último mes (a 11,7% desde 12,6% en octubre) gracias a caídas o escasos aumentos de precios (comparados con los observados en igual mes de 2015) en el caso de productos como los cereales, aceites, carne de res, huevo, pollo, arroz entre otros. La estabilidad del tipo de cambio entre marzo y septiembre y pocas presiones provenientes de los precios internacionales, junto con una demanda interna menos dinámica explicarían este comportamiento.
49. En octubre, la variación anual del IPC de comidas fuera del hogar comenzó a reducirse (a 8,6% frente a 9,2% un mes atrás), luego de varios trimestres de aumentos. Una exploración preliminar sugiere que existe un rezago de cerca de un trimestre entre el quiebre en los precios de los alimentos y el de este indicador durante eventos de El Niño.

50. Las presiones de los costos no laborales se mantuvieron moderadas en octubre. La variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) subió levemente de 3,38% en septiembre a 3,48% en octubre. El aumento del IPP importado (pasó de -1,60% en septiembre a 0,24% en octubre), refleja la depreciación del tipo de cambio de las últimas semanas. En contraste, los bienes producidos y consumidos localmente (de 5,70% a 4,95%) se desaceleraron.
51. En los costos laborales el comportamiento fue mixto. El ajuste de salarios del comercio cayó de 6,16% en septiembre a 5,42% en octubre, mientras que el de la industria aumentó de 5,93% a 6,98%. Con información a octubre los salarios de la construcción pesada (5,2%) y de vivienda (4,32%) no presentaron cambios de importancia.
52. Las expectativas de inflación para diciembre de 2016, obtenidas de la encuesta mensual a analistas financieros y recogidas a comienzos de noviembre, disminuyeron y se ubicaron en 5,69% (vs 5,98% en la encuesta anterior). Las de doce meses también se redujeron de 4,24% a 4,18%, así como las de veinticuatro meses de 3,65% a 3,57%. Las expectativas obtenidas de la encuesta trimestral (de octubre) se ubicaron en 6,76% a diciembre de 2016, 5,60% a doce meses y 5,07% a veinticuatro meses. Por otra parte, las inflaciones implícitas (Breakeven Inflation, BEI) que se extraen de los TES denominados en pesos y UVR, en promedio para lo corrido de noviembre² (hasta el 23) frente a los datos promedio de octubre, aumentaron 45 pb, 36 pb, y 27 pb. para los plazos a 2, 3, y 5 años, respectivamente. De tal forma que los datos promedio del BEI en lo corrido de octubre para estos plazos se ubican en 4,15%, 4,01%, 3,88%, respectivamente.

² Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3 y 5 años han presentado variaciones de 7 pb, 12 pb, y 15 pb. respectivamente. El 23 de noviembre se ubicaron en 4,22%, 4,10% y 4,02%, respectivamente.