



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

Julio de 2015

I. Contexto externo y balanza de pagos.

1. En agosto los términos de intercambio de Colombia recibieron un choque adicional por cuenta de una nueva reducción de los precios internacionales del petróleo. La cotización del crudo Brent se redujo en lo corrido de agosto 14,1%, en promedio, respecto a lo observado el mes anterior. Las preocupaciones por una mayor debilidad en la demanda global (principalmente de China), los altos niveles de inventarios de crudo, las perspectivas de que la oferta de petróleo seguiría siendo elevada y la fortaleza del dólar explican, en gran parte, esta caída. Los niveles actuales del precio del petróleo Brent (USD 46,8 por barril) se encuentran por debajo de lo esperado por el equipo técnico del Banco de la República para el promedio de la segunda mitad del año (USD 60 por barril).
2. Las cotizaciones del níquel y de otros metales exportados por algunos países de la región también han disminuido de forma importante en las últimas semanas, como consecuencia, principalmente, de la desaceleración más marcada en China. Por su parte, el precio internacional del café, si bien mostró algunos incrementos respecto al mes anterior, se mantiene en niveles relativamente bajos a los observados el año anterior.
3. Los registros más recientes de la actividad económica mundial confirman que el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia para 2015 sería menor que el del año anterior. Las cifras disponibles para el tercer trimestre sugieren que la zona del euro habría continuado expandiéndose a tasas modestas, mientras que China seguiría desacelerándose. Entretanto, las economías de América Latina crecen a tasas menores a las observadas en promedio durante los últimos años. En contraste, la actividad real estadounidense presentó una mejora, aunque no sería suficiente para compensar el bajo dinamismo de los demás socios comerciales del país.
4. En Estados Unidos, las cifras a julio de las ventas al detal, de confianza del consumidor y del mercado de vivienda presentaron algunas mejoras y sugieren que el gasto de los hogares se estaría consolidando como el principal motor de crecimiento de esta economía. Entretanto, la producción industrial siguió expandiéndose a tasas modestas. En el mercado laboral, la creación de empleo continúa a un ritmo favorable, con lo que la tasa de desempleo en julio se mantuvo en 5,3%. Con respecto a la variación anual de los precios, se observó en julio un incremento modesto en la inflación total (a 0,2%), mientras que los indicadores de inflación básica (1,8%) se mantuvieron estables.
5. En este contexto, las minutas de la reunión de julio del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal (Fed) sugieren que la tasa de interés subiría hacia finales del año y que continuarían con alzas graduales a futuro. Sin embargo, la fortaleza del dólar y el complicado panorama internacional, representan importantes riesgos para la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos.
6. En la zona del euro, el producto interno bruto (PIB) registró una tasa de crecimiento trimestral de 0,3% entre abril y junio, lo cual representa una ligera desaceleración respecto a lo observado el trimestre anterior (0,4%). Los indicadores de confianza y las encuestas industriales para julio indican que la economía habría continuado expandiéndose a un ritmo modesto. Con respecto a la variación de los precios, en julio los indicadores anuales de inflación total (0,2%) y básica (1,0%) se mantuvieron relativamente estables en niveles bajos.
7. En China, los datos a julio de producción industrial, de inversión en activos fijos y de exportaciones sugieren una profundización de la desaceleración de la actividad real.

Adicionalmente, la inflación anual en julio se mantuvo en niveles bajos (1,6%). En este contexto, el banco central chino decidió modificar el mecanismo mediante el cual se fija la tasa de cambio del yuan con el dólar, lo cual llevó a una devaluación de esta moneda.

8. En América Latina, los registros de crecimiento del PIB de Chile para el segundo trimestre muestran alguna moderación respecto a lo observado tres meses atrás, con lo que esta economía sigue expandiéndose a un ritmo lento. Por su parte las cifras de actividad real para junio sugieren alguna recuperación en Perú, aunque habría continuado presentando un bajo dinamismo. Por su parte, los registros para Brasil indican que se estaría presentando una profundización de la contracción que inició el año anterior.
9. Los datos de inflación a julio en las economías de América Latina continuaron mostrando un comportamiento heterogéneo entre países, aunque con predominio de tendencias crecientes. En Chile y Perú se incrementó, como consecuencia, principalmente, de la depreciación de sus monedas. Por su parte, la variación anual de los precios en Brasil sigue alta y con una marcada tendencia creciente. En contraste, en México se redujo y se mantuvo dentro del rango meta de su banco central.
10. En cuanto a los mercados financieros internacionales, se observó un incremento en los indicadores de volatilidad financiera, como consecuencia principalmente, de la devaluación del yuan y de los temores de una mayor desaceleración económica en China. En este contexto, el dólar continuó fortaleciéndose frente a las principales monedas del mundo, mientras que las tasas de los bonos de largo plazo de Estados Unidos y de los principales países de la zona del euro presentaron algunas reducciones.
11. En el caso de América Latina, se observó un incremento de las primas de riesgo en lo corrido de agosto, mientras que las monedas de la región se han seguido depreciando frente al dólar. Este comportamiento ha sido especialmente marcado en el caso colombiano, donde los Credit Default Swaps a 5 años, se ubicaron en los niveles más altos desde 2009. Por su parte, el peso colombiano registró una depreciación de 7,6% al pasar de un valor promedio de COP 2.749 por dólar en julio a COP 2.959 por dólar un mes adelante.

Exportaciones e importaciones

12. Las exportaciones totales en dólares cayeron 31,5% en junio, debido al descenso registrado en el valor exportado de bienes de origen minero (-43%) y agrícola (-17,2%). En el primer caso, la caída se asocia en mayor medida a las menores exportaciones de crudo (-48%) y carbón (-29,2%). Por su parte las exportaciones de bienes agrícolas registraron caídas conjuntas en flores (-29,6%), banano (-26,5%) y café (-0,9%).
13. El resto de exportaciones tuvieron un crecimiento de 4,3%. Dentro de este grupo se destacan los incrementos en vehículos (141,5%), caucho y plásticos (22,2%), maquinaria y equipo (35,5%) y productos químicos (3,3%). Por destinos, se destacan los aumentos hacia México (106,8%), Estados Unidos (14,2%) y Chile (40,1%).
14. Durante el primer semestre del año las exportaciones totales registraron una caída de 31,2%. A esta caída contribuyeron las exportaciones de bienes de origen minero (-42,3%) y del resto de productos (-7,2%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola aumentaron 3,5% en dicho periodo. La disminución de las exportaciones de bienes de origen minero se debió al descenso generalizado de los bienes de este grupo, siendo las principales caídas las registradas en crudo (-45,9%) y refinados (-57,8%). Dentro del resto de exportaciones se destacan las caídas en alimentos y bebidas (-13,9%), papel (-13,9%), carne (-52,8%) y minerales no metálicos (-16,2%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola crecieron 3,5% gracias al aumento de 17,3% en café.

II. Crecimiento, demanda interna y crédito.

15. La nueva información disponible sobre la dinámica de la actividad económica para el segundo trimestre de 2015 permite mantener el rango de pronóstico de crecimiento del PIB para este periodo presentado en el anterior Informe sobre Inflación (entre 2,0% y 3,5%, con cifra más probable en 2,7%).
16. De acuerdo con las cifras de la encuesta mensual de comercio al por menor (EMCM) del DANE, las ventas minoristas sin combustibles se expandieron 5,2% anual en junio, por debajo de lo esperado por la SGEE (8,6%, sin corregir por días hábiles). En el trimestre abril-junio el crecimiento anual fue de 2,5%. Esta cifra revela una desaceleración con respecto a los registros de los primeros tres meses del año, cuando las ventas se incrementaron a una tasa anual de 5,4%. Cabe señalar que el aparente buen desempeño de las ventas al por menor en junio obedeció en gran medida a una baja base de comparación en el mismo mes de 2014.
17. Al descontar las ventas de vehículos, los crecimientos anuales para el agregado restante fueron 5,4% y 4,9% para junio y el segundo trimestre, respectivamente. Este segmento del comercio minorista también registró una desaceleración frente al registro del primer trimestre de 2015 (8,1% anual). El componente tendencial de la serie muestra un estancamiento que se ha prolongado desde hace varios meses.
18. Por su parte, según los resultados de la EMCM, las ventas de automotores registraron una expansión de 4,3% anual en junio. Con esto, el agregado para el segundo trimestre se contrajo 9,1% frente al mismo periodo de 2014. Esto significó una profundización de la caída al comparar con lo observado para el primer trimestre (-6,7%). Es importante resaltar que la expansión de estas ventas también se dio en un contexto de baja base de comparación en junio del año pasado.
19. Una estimación del equipo técnico del Banco de la República, a partir de las cifras la EMCM, sugiere que en junio las ventas de bienes no durables, semidurables y durables se expandieron, en su orden, 5,6%, 2,5% y 4,3% anual. Los agregados del segundo trimestre para los tres casos registraron crecimientos del orden de 5,9%, 2,3% y -9,1% anual, lo que significó una desaceleración frente al cálculo de los primeros tres meses del año, cuando se registraron tasas de crecimiento anual de 8,1%, 7,3%, y -6,7%, respectivamente.
20. Otros indicadores que guardan una alta correlación histórica con el crecimiento del consumo de los hogares también permiten prever un desempeño moderado de este rubro del PIB. De acuerdo con el balance de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República, en junio la serie no registró variaciones significativas con respecto a lo observado en mayo, con lo que el promedio para el segundo trimestre se ubicó en niveles similares a los del primero.
21. Asimismo, los indicadores recientes del mercado laboral sugiere que la TD habría dejado de caer, debido a una reducción en el número de ocupados. Aunque el empleo asalariado continúa explicando la mayor parte del empleo generado, se ha desacelerado.
22. Con respecto a la formación bruta de capital fijo, el balance de las expectativas de inversión de la EMEE a junio sugiere nuevamente que el gasto en inversión distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles podría registrar nuevas desaceleraciones en el segundo trimestre.
23. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial creció en términos anuales 1,5% en junio, resultado por debajo de lo previsto (3,5%). No obstante, con este dato, durante el segundo trimestre y el año corrido, la manufactura se contrajo 1,9% y 2,0%,

respectivamente. Al excluir la refinación de petróleo, la industria restante creció 2,8% en junio (-0,5% en el trimestre y +0,2% año corrido).

24. La heterogeneidad en el comportamiento de los sectores se mantiene. Mientras que en algunos se apreciaron importantes crecimientos (elaboración de bebidas (6,0%), confección de prendas de vestir (8,6%), fabricación de productos de plástico (8,0%) y fabricación de otros productos químicos (8,6%)), en otros, por el contrario, se observaron retrocesos significativos; es el caso de coquización, refinación de petróleo, y mezcla de combustibles (-4,9%) y las industrias básicas de hierro y de acero (-9,5%). En lo que se refiere a la refinación de petróleo, se estima que la planta de Cartagena deberá retomar operaciones a finales de este año y según anuncios de Ecopetrol, se prevé que esté funcionando al cien por ciento en marzo de 2016.
25. Otros indicadores de la industria para el mes de junio presentaron algunas mejorías. De acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo, el indicador de pedidos repuntó levemente frente al mes anterior, mientras que el de existencias se redujo; los componentes tendenciales sugieren una leve mejoría. Por otra parte, las expectativas de los industriales acerca de la producción a tres meses se incrementaron ligeramente frente al mes anterior; su tendencia, por el contrario, es descendente. Como resultado de esto, el índice de confianza de los industriales mejoró, pero su componente tendencial se mantuvo plano.
26. En el sector de la construcción, la información para el segundo trimestre sugiere una desaceleración de la actividad y la posibilidad de un debilitamiento hacia la segunda mitad de 2015 y el próximo año. Aunque la producción de cemento mostró un crecimiento anual de 4,9% en junio, que se ubica por encima de su promedio desde 1993 (3,1%), para el segundo trimestre 4,3% lo que implica una desaceleración frente a lo observado entre enero y marzo 7,8%. Algo similar ocurrió con los despachos de cemento, que en junio y en el segundo trimestre mostraron una expansión de 10,2% y 5,8%, respectivamente (8,1% en los primeros tres meses del año). Adicionalmente, pese a que en junio las licencias de construcción reportaron un crecimiento de 19,5%, en lo corrido del año la caída está alrededor del 9% (acumulado doce meses -5,5%).
27. La información para el tercer trimestre de 2015 es aún escasa y no permite definir una tendencia clara sobre el rumbo de crecimiento de la economía. Sin embargo, es importante señalar que en julio de 2015 el indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo cayó de manera importante frente al registro de junio. Con esto, el ICC se ubicó por debajo del promedio para el segundo trimestre y de aquel calculado desde 2001.
28. Al desagregar en sus componentes se observó un desplome de los índices de condiciones económicas (ICE) y de expectativas de los consumidores (IEC). Adicionalmente, se ajustaron a la baja las intenciones de compra de bienes durables y de compra de vehículo, en línea con los altos niveles observados en la tasa de cambio nominal.
29. A pesar de lo anterior, las cifras de cartera de consumo arrojan una señal positiva sobre el desempeño del consumo privado. En julio este agregado se expandió 13,7% anual en términos nominales, lo que significó una aceleración con respecto al 12,8% observado para el agregado del segundo trimestre. Adicionalmente, las tasas de interés reales de consumo y de tarjeta de crédito en el margen han caído.
30. Por el lado de la oferta, como se esperaba, la producción de petróleo se ubicó por debajo del millón de barriles diarios (945 mbd) en julio debido al impacto de los atentados a la infraestructura. Esto implicó una contracción mensual de 6,2% y una anual de 2,4%. En lo corrido del año, la producción se sitúa en 1.012.000 de barriles en promedio, lo que resulta en una expansión de 3,4%.

31. La producción de café se ubicó en 1.463.000 sacos en julio, 18,4% más que la del mismo mes del año anterior. En lo corrido del año, la producción acumula 7,7 millones de sacos y una expansión anual de 13,8%. Este es el resultado de la consolidación del programa de renovación del parque cafetero.
32. Por último, en julio la demanda de energía total aumentó 2,8% anualmente. El componente regulado lo hizo en 3,9% y el no regulado en 2,3%. Tanto en niveles como en tendencia, la demanda de energía total continuó expandiéndose.
33. Dado lo anterior, para todo 2015 se mantiene el pronóstico de crecimiento entre 1,8% y 3,4%, con cifra más probable de 2,8%.

III. Comportamiento de la inflación y precios.

34. Luego de una pausa durante mayo y junio, en julio la inflación anual al consumidor repuntó levemente a 4,46% desde 4,42% un mes atrás (**Cuadro 1**). La aceleración de la inflación en el último mes se concentró en los transables sin alimentos ni regulados y en los regulados. La variación mensual, por su parte, fue de 0,19%, nivel que superó a la esperada por el mercado (0,12%), pero relativamente cerca de la estimada por la SGEE.
35. La inflación año corrido se situó en julio en 3,52%, superando el 2,73% para el mismo período del año anterior. El aumento de la inflación anual desde diciembre del año pasado (3,66%) a julio se explica en un 77,3% por las alzas en los precios del componente transable sin alimentos ni regulados. Le siguen, los precios de los alimentos, cuya contribución fue de 36,7%, (sobre todo por los alimentos procesados) y el IPC de no transables sin alimentos ni regulados aportó 22,5%. Por el contrario, el IPC de regulados tuvo una contribución negativa (-36,5%) (**Cuadro 1**).
36. Cabe señalar que la inflación de transables (incluidos alimentos y regulados) pasó de 2,27% en diciembre a 4,94% en junio y a 5,27% en julio. Por su parte, la variación de los precios de los no transables total que había sido 4,53% en diciembre cayó a 4,1% y a 3,96% en julio.
37. En julio el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica aumentó por décimo mes consecutivo, situándose en 4,3% y superando en 13 pb y 121 pb, a los registros de junio y diciembre pasados, respectivamente. Este promedio es el mayor desde octubre de 2009. Todos los indicadores aumentaron en julio respecto a junio, excepto el núcleo 20 (4,27%). El IPC sin alimentos sigue registrando el menor nivel (3,98%) y es el único indicador que aún alcanza a situarse por debajo del techo del objetivo inflacionario. Por su parte, el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos, aumentó a 4,64% presentando el mayor registro; el IPC sin alimentos ni regulados cerró en 4,26% (**Cuadro 1**).

Cuadro 1

**Comportamiento de la inflación
a julio de 2015**

Descripción	Ponderación								Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la aceleración del año corrido
		dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15		
Total	100,00	1,94	2,51	2,79	2,86	3,66	4,56	4,42	4,46	100,00
Sin alimentos	71,79	2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,46	3,72	3,98	510,12
Transables	26,00	1,40	1,65	1,94	1,59	2,03	3,46	4,17	4,69	339,08
No transables	30,52	3,76	3,55	3,45	3,26	3,38	3,56	3,98	3,95	-31,50
Regulados	15,26	1,05	2,21	2,14	3,25	4,84	3,25	2,55	2,99	202,54
Alimentos	28,21	0,86	2,23	3,11	3,25	4,69	7,37	6,20	5,67	-410,12
Perecederos	3,88	-0,16	3,17	8,92	7,61	16,74	21,57	10,73	7,99	-295,89
Procesados	16,26	-0,24	0,92	1,44	2,14	2,54	5,99	6,00	5,71	-127,95
Comidas fuera del hogar	8,07	3,26	4,13	3,52	3,23	3,51	3,59	4,45	4,51	13,72
Indicadores de inflación básica										
Sin Alimentos		2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,46	3,72	3,98	
Núcleo 20		2,72	2,86	3,04	2,89	3,42	3,70	4,24	4,20	
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. publs.		2,19	2,53	2,53	2,39	2,76	3,95	4,54	4,64	
Inflación sin alimentos ni regulados		2,74	2,74	2,81	2,55	2,81	3,52	4,06	4,26	
Promedio indicadores inflación básica		2,51	2,69	2,76	2,63	3,06	3,65	4,14	4,27	

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

38. Dentro del segmento del IPC sin alimentos ni regulados, la variación anual del componente transable (4,7%) ha aumentado continuamente desde agosto del año pasado. Esta tendencia se acentuó en el último mes, cuando se observó un alza de 52 pb en el indicador (**Cuadro 1**). De esta forma, la transmisión del tipo de cambio a los precios al consumidor, que había sido lenta a finales del año pasado y comienzos de este, está tiendiendo a asemejarse a lo observado en años anteriores. Al respecto, cabe señalar que, desde julio de 2014 hasta julio de 2015, la tasa de cambio acumula un aumento de 47,0% contra el dólar, reflejándose en un ajuste, para ese mismo periodo, de 4,7% en el IPC de transables sin alimentos ni regulados. La depreciación del peso contra las monedas de otros países de donde también se importan bienes de consumo ha sido más baja, por lo que debería estar teniendo un impacto inflacionario menor.
39. En julio, nuevamente las alzas en los rubros del componente transable del IPC sin alimentos ni regulados fueron generalizadas. Artículos como vehículos, lavadoras y pasaje aéreos registraron ajustes anuales a este mes que superan el 8,8%.
40. Respecto al IPC no transables sin alimentos ni regulados, en julio su variación anual no presentó cambios de importancia, situándose en 3,95%. Este nivel supera el observado en diciembre pasado (3,4%) (**Cuadro 1**). En el último mes se observaron disminuciones en el subgrupo de diversión, cultura y esparcimiento (por boletas de fútbol) que compensaron alzas en ítems sensibles al tipo de cambio y en arriendos (con una variación anual que aumentó 8 pb a 3,35%). Otros rubros que tienden a ser indexados mantuvieron su variación anual estable.
41. Por segundo mes en lo corrido del año, la variación anual del grupo de regulados aumentó. En esta oportunidad pasó de 2,6% en junio a 3,0% en julio (**Cuadro 1**). El indicador se mantiene por debajo del registro de diciembre, gracias a las rebajas en el precio de la gasolina registradas en el primer trimestre. El alza en la variación anual de regulados en el último mes es atribuible al aumento anual de las tarifas de los servicios públicos (de 4,4% en junio a 5,4% en julio) debido principalmente al incremento en el IPC de gas (11,2% en

junio a 16,5% en julio). Las variaciones anuales de combustibles permanecieron estables en -5,5%, al igual que las de transporte en 4,1%.

42. En julio la inflación anual de alimentos (5,7%) cayó con respecto a junio (6,2%), pero sigue siendo superior al registro de diciembre pasado (4,7%). Por componentes, se observó que los alimentos procesados bajaron de 6,0% en junio a 5,7% en julio, comportamiento explicado principalmente por la caída mensual de 3,7% del precio del arroz, gracias a la mejor oferta. Asimismo, los perecederos se redujeron de 10,7% a 8,0%, comportamiento vinculado al descenso significativo de -15,5% en el precio de la papa. Por su parte, las comidas fuera del hogar permanecieron estables en 4,5%.
43. Las presiones de costos no laborales vienen aumentando en los dos últimos meses, según lo sugiere el incremento en la variación anual de los precios al productor (IPP) de la oferta interna (producidos y consumidos más importados) de 5,0% en junio a 6,4% en julio. Esta nueva alza está asociada, sobre todo, con la depreciación del peso frente al dólar de los últimos meses, la cual impulsó de nuevo al IPP de bienes importados de 12,1% en junio a 16,9% en julio. También, el componente local contribuyó a la mayor inflación al productor al pasar de 3,2% en junio a 3,5% en julio. A su vez, el segmento local del IPP estuvo jalónado por todos sus componentes principales: agropecuario (de 6,7% a 7,0%), industria (de 2,6% a 2,9%) y minería (de -3,6% a -3,0%).
44. Con información a junio y julio, los salarios seguían mostrando ajustes compatibles con el rango meta de inflación. Los de la construcción a julio (tanto vivienda como construcción pesada) se ajustaron a tasas anuales de alrededor del 4,0%. Por su parte, los de comercio a junio lo hicieron al 4,2% anual, una tasa menor que en meses anteriores según la muestra del comercio al por menor. Los de la manufactura aumentaban a tasas del 7,0%, lo cual representa un cambio importante frente al ajuste que se observaba a finales de 2014 (3,0% aproximadamente). Sin embargo, en este caso, un cambio amplio de la muestra manufacturera a comienzos de este año, impide hacer empalmes y comparar los nuevos resultados con los anteriores.
45. Las expectativas de inflación para diciembre de este año obtenidas a partir de la encuesta mensual a analistas financieros, con información a la segunda semana de agosto, aumentaron de manera significativa entre julio (3,89%) y agosto (4,21%). La inflación esperada a doce meses, obtenida de la misma encuesta, igualmente subió de 3,11% en julio a 3,47% en agosto. A su vez, en promedio, las expectativas de inflación derivadas de los TES para 2, 3, 5 y 10 años en lo corrido de agosto han aumentado 64 pb, 64 pb., 52 pb. y 16 p.b., respectivamente, frente a los datos promedio de julio. De esta manera, los break-even inflation (BEI) a 2, 3, 5 y 10 años se ubicaron en 3,64%, 3,55%, 3,59% y 4,08%, respectivamente.