



# 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

NOVIEMBRE DE 2016

## I. Contexto externo y balanza de pagos

1. El Comité de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) de la Fed incrementó la tasa de interés en 25 puntos básicos (pb) en su reunión de diciembre. Según sus proyecciones, habría tres incrementos de 25 pb en 2017, cuando hace unos meses esperaban dos. No obstante, tras el anuncio el mercado anticipa sólo dos aumentos. Lo anterior en un contexto en que el PIB del tercer trimestre fue revisado al alza a 3,2% trimestre anualizado (t.a.), y otros indicadores, como la confianza, las ventas al por menor y las cifras del mercado laboral, apuntan a una economía que mantiene su dinamismo durante el cuarto trimestre. Al mismo tiempo, la proyección de los analistas de la inflación total se ubica en 1,8% para el cuarto trimestre y alrededor de 2,3% para el 2017. El dato de noviembre fue 1,7%.
2. En la reunión de noviembre el Banco Central Europeo (BCE) modificó el plan de compra de activos en monto, duración y composición. Estas políticas estarían encaminadas a empinar la curva de rendimientos y a mejorar la transmisión de la política monetaria. En el nuevo plan, que empieza en enero de 2017 y termina en diciembre del mismo año, el monto se redujo de 80 a 60 miles de millones de euros, y se permitió la compra de títulos cuya tasa sea inferior a la de los depósitos. Se destaca que en la zona del euro la inflación anual subió en noviembre a 0,6%, el máximo en casi tres años.
3. Los datos disponibles sugieren que el crecimiento de los socios comerciales del país habría continuado siendo muy modesto, a pesar de los buenos resultados de los Estados Unidos, y de que algunos indicadores sugieren que se mantiene el crecimiento de la zona del euro y de China.
4. En la zona del euro, los indicadores a octubre de las ventas al por menor, y a noviembre de la confianza al consumidor y del PMI de manufacturas, apuntan a un aumento de la actividad económica en el cuarto trimestre respecto a los dos anteriores, en línea con los pronósticos realizados en el Informe trimestral anterior.
5. Para China las ventas al por menor y el PMI de servicios mostraron incrementos en el mes de noviembre. 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 una posible inestabilidad financiera, dado el sobreendeudamiento de la economía.
6. En América Latina, los resultados del PIB del tercer trimestre para Perú fueron superiores a lo observado en el segundo, en línea con las proyecciones de la SGEE. Para el cuarto trimestre, las cifras de actividad económica para Chile sugieren que se desaceleraría. Adicionalmente, se esperan tasas negativas para Brasil, Ecuador, Venezuela y Argentina. No obstante en el caso de Brasil, la economía se contraería menos que en trimestres anteriores.
7. 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 del rango. En Brasil la inflación cedió en el mes de octubre pero se mantiene alejada de su rango meta.
8. En tanto, las monedas de la región se han apreciado en las últimas semanas, como consecuencia, en parte, del alza en el precio del petróleo y del cobre. En Colombia y Chile se

encuentran cercanas a los niveles previos a las elecciones presidenciales en los Estados Unidos.

9. Los términos de intercambio del país habrían aumentado recientemente gracias, en especial, al incremento en el precio del petróleo. Este se deriva del acuerdo alcanzado entre los miembros de la OPEP, y al que se han sumado algunos otros países productores de petróleo para reducir la producción mundial y regular los altos niveles de inventarios. Si bien el acuerdo actual es de una magnitud mayor a la prevista, se espera que su cumplimiento sea parcial y que la producción en los Estados Unidos reaccione una vez se dé el incremento en los precios, mitigando su alcance.
10. En los mercados financieros globales, los índices de volatilidad han retornado a niveles bajos, las tasas de los bonos de largo plazo de las economías desarrolladas han subido (principalmente en los Estados Unidos), al igual que los índices bursátiles. Las primas de riesgo en América Latina cayeron en las últimas semanas.

## Exportaciones

11. En octubre el valor en dólares de las exportaciones registró una caída anual de 3,8% debido a descensos en todos los grupos de bienes, destacándose la reducción en los de origen agrícola (-7,8%). En lo corrido del año, las exportaciones han disminuido 18,9%, principalmente por la caída de las ventas de bienes de origen minero (-25,6%) (**Cuadro 1**).

**Cuadro 1.** Comportamiento de las exportaciones en dólares

<b>Octubre de 2016</b>			
	<b>Variación anual</b>	<b>Principales rubros que contribuyeron</b>	
		<b>Rubro</b>	<b>Variación anual del rubro</b>
<b>Total</b>	-3.8%		
<b>Bienes de origen agrícola</b>	-7.8%	Banano	-53.4%
<b>Bienes de origen minero</b>	-3.1%	Petróleo crudo	-31.8%
<b>Resto de exportaciones*</b>	-3.5%	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	-20.2%
		Maquinaria y aparatos eléctricos	-28.9%
<b>Acumulado Enero-Octubre de 2016</b>			
<b>Total</b>	-18.9%		
<b>Bienes de origen agrícola</b>	-7.8%	Café	-16.5%
<b>Bienes de origen minero</b>	-25.6%	Petróleo crudo	-42.9%
		Carbón	-5.0%
<b>Resto de exportaciones</b>	-10.5%	Productos químicos	-12.3%
		Alimentos, bebidas y tabaco sin café	-8.5%

\* En este rubro las agrupaciones de destinos que más aportaron a la caída fueron Venezuela, la Unión Europea y Perú, con disminuciones anuales de 61,6%, 39,9% y 13,0%, respectivamente.

Fuente: DANE

12. En lo corrido del año, el índice de precios de las exportaciones totales ha registrado una importante caída (-16,5%), mientras que el índice de cantidades ha disminuido de forma moderada (-3,1%). Sin embargo, en octubre la reducción en el valor exportado fue explicada, en su mayoría, por el comportamiento de las cantidades.
13. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en noviembre las exportaciones sin petróleo ni sus derivados, registraron un crecimiento anual de 10,8% (según esta fuente, en octubre habían crecido 6,2%, sin embargo el incremento reportado posteriormente por el DANE fue de 8,5%).

## **Importaciones**

14. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en octubre y noviembre el valor en dólares de las importaciones CIF registró caídas anuales de 18,9%, y de 6,4%. Los datos de importaciones del DANE correspondientes al mes de octubre de 2016 serán publicados el 19 de diciembre.

## **II. Crecimiento, demanda interna y crédito.**

15. Los resultados de crecimiento económico del tercer trimestre estuvieron por debajo de lo esperado por el equipo técnico del Banco de la República (1,2% observado frente 1,6% previsto), lo que confirmó el sesgo a la baja de las proyecciones de crecimiento del PIB presentadas en el anterior Informe sobre Inflación.
16. Por el lado de la demanda, el consumo agregado se desaceleró a un ritmo mayor que el esperado y la inversión registró una contracción significativa en línea con lo previsto. Para las exportaciones e importaciones también se observaron tasas de crecimiento negativas (**Cuadro 2**). En conjunto, las exportaciones netas contribuyeron a la expansión del PIB, aunque en una magnitud menor que la contemplada en las proyecciones del Banco. Por el lado de la oferta, los sectores que más crecieron fueron la construcción, los servicios financieros y la industria. Para la minería, la agricultura, los suministros de electricidad, gas y agua, y el transporte se registraron contracciones (**Cuadro 3**).
17. La información disponible para el cuarto trimestre es aún escasa, pero permite anticipar una expansión de la actividad económica a un ritmo apenas superior al observado en el tercero. Esto, en parte, porque algunos choques de oferta que se presentaron en el tercer trimestre se habrían superado. De ser así, el crecimiento del PIB para todo 2016 se ubicaría en la parte inferior del rango de pronóstico presentado en el anterior Informe trimestral (1,5% a 2,5%, con 2% como cifra más probable).
18. En octubre la serie desestacionalizada del balance de ventas de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República cayó nuevamente, y se ubicó en niveles menores que los registrados en el tercer trimestre y en todo 2015. Esto sugiere que el ritmo de crecimiento del consumo de los hogares seguiría siendo mediocre en el cuarto trimestre.
19. Algo similar sucedió con la serie desestacionalizada del balance de expectativas de inversión de la misma encuesta. El dato de octubre cayó marginalmente frente al de septiembre. Si bien

el nivel observado fue mayor que los registros de la primera mitad del año, dista del promedio para todo 2015.

**Cuadro 2**

	2015	2016		
	Año completo	I. Trim.	II Trim.	III Trim.
<b>Consumo Total</b>	<b>3.9%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.3%</b>
Consumo de Hogares	3.8%	3.3%	2.4%	1.1%
Bienes no durables	4.1%	3.4%	2.7%	1.2%
Bienes semidurables	4.6%	3.6%	2.8%	0.2%
Bienes durables	-2.0%	-5.2%	-5.1%	-3.1%
Servicios	4.2%	4.1%	2.9%	1.5%
Consumo Final del Gobierno	2.8%	1.6%	1.6%	1.2%
<b>Formación Bruta de Capital</b>	<b>2.6%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>-3.1%</b>	<b>-7.3%</b>
Formación Bruta de Capital Fijo	2.8%	-3.1%	-1.9%	-3.4%
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	-1.5%	-0.7%	0.0%	-1.2%
Maquinaria y equipo	-1.8%	-11.1%	-7.6%	-14.7%
Equipo de transporte	9.4%	-18.8%	-5.0%	-15.5%
Construcción y edificaciones	2.7%	11.5%	2.7%	11.3%
Obras civiles	5.2%	0.3%	-0.5%	2.2%
Servicios	0.9%	1.9%	0.3%	-1.2%
<b>Demanda interna</b>	<b>3.6%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>-1.1%</b>
<b>Exportaciones Totales</b>	<b>-0.7%</b>	<b>2.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>-1.5%</b>
<b>Importaciones Totales</b>	<b>3.9%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-8.4%</b>
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>3.1%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.2%</b>

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

**Cuadro 3**

Rama de actividad	2015	2016		
	Año completo	I Trim	II Trim	III Trim
<b>Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca</b>	<b>3.3%</b>	<b>0.7%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-1.7%</b>
<b>Explotación de minas y canteras</b>	<b>0.6%</b>	<b>-4.6%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-6.1%</b>
<b>Industria manufacturera</b>	<b>1.2%</b>	<b>5.3%</b>	<b>6.0%</b>	<b>2.0%</b>
<b>Electricidad, gas y agua</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.9%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-1.8%</b>
<b>Construcción</b>	<b>3.9%</b>	<b>5.2%</b>	<b>1.0%</b>	<b>5.8%</b>
Edificaciones	2.1%	10.9%	2.8%	11.0%
Obras Civiles	5.4%	0.4%	-0.4%	1.9%
<b>Comercio, reparación, restaurantes y hoteles</b>	<b>4.1%</b>	<b>2.7%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.1%</b>
<b>Transporte, almacenamiento y comunicación</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.8%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-1.2%</b>
<b>Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas</b>	<b>4.3%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.6%</b>	<b>3.9%</b>
<b>Servicios sociales, comunales y personales</b>	<b>2.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.8%</b>
<b>Subtotal Valor agregado</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.1%</b>
<b>Impuestos menos subsidios</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.8%</b>	<b>1.8%</b>
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>3.1%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.2%</b>

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

20. Las cifras de importaciones de bienes de capital del DANE y del boletín de comercio de la DIAN (en pesos constantes) confirman las perspectivas de contracción de la formación bruta de capital fijo (distinta de construcción), aunque a una tasa no mayor que la del tercer trimestre.
21. Por su parte, según el Comité Automotor Colombiano (Andi, Fenalco y Econometría), en noviembre el número de matrículas aumentó 6,6% frente al mismo mes de 2015. Dicho crecimiento obedeció a la realización del XV Salón del Automóvil. Al desagregar por segmentos, los registros para vehículos de uso particular aumentaron 4,5% anual, mientras que los de vehículos de uso comercial crecieron 9,0%. Lo anterior se verá reflejado en la dinámica del consumo durable y de inversión en equipo de transporte del cuarto trimestre, la cual debería ser algo mejor que la del tercero.
22. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles también sugieren un desempeño menos favorable de la economía durante el cuarto trimestre respecto al observado en la primera mitad del año.
23. Con información a octubre, los indicadores de confianza industrial de Fedesarrollo apuntan a que la situación actual y las perspectivas de los industriales se deterioraron con respecto a los registros del tercer trimestre. Algo similar sucedió con los indicadores de confianza de los comerciantes. La encuesta de Fedesarrollo para el mismo mes, mostró un leve deterioro de la percepción de la situación actual; no obstante las perspectivas futuras del negocio mejoraron.
24. En lo que respecta a la construcción, en octubre la producción de cemento se contrajo 11,0% anual, una caída más profunda que la registrada en el tercer trimestre (-9,1%).
25. Adicionalmente, según las cifras de la Agencia Nacional de Hidrocarburos, en noviembre la producción de petróleo fue de 855 mil barriles diarios (mbd) en promedio, lo que significó una contracción anual de 13,4%. En lo corrido del año, la producción promedio se situó en 890 mbd, menor en un 11,4% que en 2015. A pesar de esto, en los últimos meses la producción registró una leve recuperación frente a los niveles alcanzados a mediados de año.
26. Respecto al mercado laboral, con cifras a octubre (trimestre móvil desestacionalizado) se vieron pocos cambios en la tasa de desempleo. La notable excepción son las áreas rurales, para las que se observó una caída importante, fundamentada en una aceleración del empleo. En el total nacional y las trece áreas se sigue presentando un estancamiento de esta variable. Pese a lo anterior, se destaca un aumento de los asalariados en las trece áreas.
27. Por último, en noviembre el endeudamiento comercial (el de M/E ajustado para corregir las fluctuaciones del tipo de cambio) registró un crecimiento de 5,7% anual, igual al de octubre pero menor al de meses anteriores. La dinámica del crédito a los hogares se mantiene con un crecimiento anual cercano al 13%.

### **III. Comportamiento de la inflación y precios**

28. La inflación anual en noviembre (5,96%) se redujo por cuarto mes consecutivo, luego de alcanzar el máximo reciente en julio de 2016 (8,97%) (**Cuadro 4**). La inflación acumulada en lo corrido del año ascendió a 5,31%, cifra inferior a la observada un año atrás (6,11%). La variación mensual fue de 0,11%, nivel inferior a la pronosticada por el mercado (0,14%) y por el equipo técnico del Banco.

**Cuadro 4**

**Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica**

**A noviembre 2016**

Descripción	Ponderación							Participación	Participación
		dic-15	mar-16	jun-16	sep-16	oct-16	nov-16	en porcentaje en la desaceleración del mes	en porcentaje en la desaceleración del año corrido
<b>Total</b>	100,00	6,77	7,98	8,60	7,27	6,48	5,96	100,00	100,00
<b>Sin alimentos</b>	71,79	5,17	6,20	6,31	5,92	5,64	5,31	46,22	-7,02
Transables	26,00	7,09	7,38	7,90	7,20	6,49	5,74	33,36	38,51
No transables	30,52	4,21	4,83	4,97	4,85	4,81	4,83	-0,06	-20,81
Regulados	15,26	4,28	7,24	6,71	6,19	6,07	5,64	12,92	-24,72
<b>Alimentos</b>	28,21	10,85	12,35	14,28	10,61	8,53	7,54	53,78	107,02
Perecederos	3,88	26,03	27,09	34,94	6,66	-2,18	-4,94	25,48	161,22
Procesados	16,26	9,62	10,83	12,09	12,56	11,75	10,89	23,34	-28,67
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	7,53	8,11	9,18	8,64	8,36	4,96	-25,53
<b>Indicadores de inflación básica</b>									
Sin Alimentos		5,17	6,20	6,31	5,92	5,64	5,31		
Núcleo 20		5,22	6,48	6,82	6,73	6,58	6,33		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		5,93	6,57	6,77	6,65	6,37	6,08		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,91	6,20	5,84	5,52	5,22		
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>		5,43	6,29	6,52	6,29	6,03	5,74		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

29. La disminución de la inflación total se explica por el IPC de alimentos (perecederos y procesados, principalmente) y por el IPC de transables (sin alimentos ni regulados). Los regulados también contribuyeron a la caída de la inflación pero en una magnitud menor.
30. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, pasó de 6,03% en octubre a 5,74% en noviembre. Todos los indicadores cayeron, siendo el IPC sin alimentos perecederos, combustibles y servicios públicos el de menor nivel (5,22%) y el núcleo 20 el de mayor nivel (6,33%) (**Cuadro 4**). La inflación anual sin alimentos se situó en 5,31%, 33 puntos base (pb) menos que lo observado en octubre.
31. Dentro del IPC sin alimentos, el hecho más sobresaliente fue la reducción de la variación anual del IPC de transables (sin alimentos ni regulados) de 6,49% en octubre a 5,74% en noviembre. Esta subcanasta mantuvo una tendencia descendente por quinto mes consecutivo, lo que sugiere que la transmisión de la depreciación acumulada entre mediados de 2014 y los primeros meses de 2016 estaría llegando a su fin.
32. Por su parte, la variación anual del IPC de no transables fue 4,83% en noviembre, completando 10 meses de relativa estabilidad en un rango entre 4,8% y 5,0%. En particular, el ajuste anual del IPC de arriendos se mantuvo en 4,0% en este mes. La mayoría de los otros ítems de esta subcanasta se ajustaron a tasas superiores al 4,0%, estando afectados aún por los mecanismos de indexación, por las expectativas de inflación y por los ajustes de salarios superiores al techo del rango meta.
33. En cuanto a los regulados, el cambio anual descendió en noviembre (5,64%) con respecto a octubre (6,07%). Este comportamiento se explica por el descenso en servicios públicos (de



- 8,93% en octubre a 6,81% en noviembre). En contraste, los subgrupos de transporte y combustibles aumentaron.
34. Para los alimentos, la variación anual del IPC se situó en 7,54% en noviembre, completando 4 meses de descenso desde un nivel máximo reciente de 15,71% alcanzado en julio. Con respecto a octubre la disminución fue de 99 pb. Las caídas en esta variable están relacionadas con la desaparición del impacto del fenómeno de El Niño y con la recuperación de la oferta de alimentos tras el paro camionero a finales de julio. Los mayores descensos siguieron observándose en el IPC de alimentos perecederos (-4,94% vs -2,18% en octubre). Los procesados y las comidas fuera del hogar también presentaron disminuciones en su variación anual, aunque las tasas anuales siguen siendo altas (10,89% y 8,36% respectivamente). Para esta última subcanasta, cabe señalar que en episodios anteriores de El Niño, su variación anual comenzó a descender con un rezago de tres meses frente a la caída del resto del IPC de alimentos.
  35. Las presiones de los costos no laborales tendieron a subir en noviembre, sobre todo por cuenta de la depreciación de este mes. La variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) pasó de 3,48% en octubre a 3,91% en noviembre. El IPP importado aumentó de 0,24% a 1,83% en noviembre, en tanto que la del IPP de producidos y consumidos localmente disminuyó de 4,95% a 4,86%.
  36. A la fecha, no hay información de costos laborales adicional a la presentada en el informe anterior.
  37. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros (aplicada a comienzos de este mes), la inflación esperada para finales de 2016 es de 5,60% (frente a 5,69% en la encuesta anterior). Las expectativas a doce y veinticuatro meses aumentaron de 4,18% a 4,36%, y de 3,57% a 3,58%. Las que se extraen de los TES denominados en pesos y UVR (*Breakeven inflation, BEI*) en promedio para lo corrido de diciembre (hasta el 14), frente a los datos promedio de noviembre, aumentaron 17 pb y 4 pb, para los plazos a 2 y 3 años, y disminuyeron 9 pb para el plazo a 5 años. Así, los datos promedio del BEI en lo corrido de diciembre para estos plazos se ubican en 4,35%, 4,06% y 3,79%, respectivamente.