



# 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**

**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA DE ENERO DE 2015**

## **I. Contexto externo y balanza de pagos**

1. Los precios internacionales del petróleo se recuperaron parcialmente en las últimas semanas, luego de la fuerte caída que se venía observando desde julio de 2014. Lo anterior puede ofrecer indicios de que se espera una reducción del crecimiento de la producción mundial, en especial en los Estados Unidos, y por cambios en las expectativas sobre los precios de los agentes en los mercados financieros, que los han llevado a reducir sus posiciones cortas de futuros (ventas de contratos).
2. Por otra parte, los precios internacionales de otros bienes básicos se han mantenido relativamente estables tras las caídas que exhibieron durante diciembre y comienzos de enero. En este contexto, las cotizaciones de los principales bienes básicos de exportación y las de algunos alimentos importados por Colombia no presentaron cambios significativos y permanecieron en niveles relativamente bajos.
3. Durante el cuarto trimestre, el crecimiento del PIB en los Estados Unidos, pese a que fue inferior al observado tres meses atrás, muestra que la demanda interna mantuvo su dinamismo y sugiere que la expansión de esta economía continúa siendo robusta. Con esto, el aumento de su PIB para todo 2014 fue de 2,4%. Igualmente, los indicadores de confianza de los empresarios y de los hogares, con cifras a enero y febrero respectivamente, sugieren un buen desempeño de la actividad real durante la primera parte de 2015.
4. Los registros de enero muestran que el mercado laboral continuó su recuperación. La creación de empleo fue mayor que la esperada, la tasa de desempleo se mantuvo en niveles bajos (5,7%) y los indicadores alternativos de este mercado monitoreados por la Reserva Federal (tasa de subempleo y desempleo de largo plazo) continuaron mejorando.
5. En la zona del euro el PIB del cuarto trimestre de 2014 se expandió 0,3% en términos trimestrales, con lo que el crecimiento para todo el año fue de 0,9%. Estos resultados, que fueron un poco mejores que los esperados por el equipo técnico y por el consenso del mercado, se vieron favorecidos por el buen comportamiento de Alemania y de los países de la periferia (España, Irlanda y Portugal). No obstante, Francia se expandió 0,1% en términos trimestrales e Italia se contrajo -0,02%.

6. Por otra parte, indicadores para lo corrido del año de la actividad real y de confianza en Europa muestran una tendencia positiva. No obstante, en las últimas semanas las discusiones sobre la extensión del plan de financiación para Grecia han incrementado la incertidumbre en los mercados financieros de la región y esto podría tener efectos negativos en la confianza de los hogares e inversionistas.
7. La zona del euro continuó exhibiendo una tendencia deflacionaria en enero, puesto que la inflación anual se ubicó en -0,6%, como consecuencia, principalmente, de la caída de los precios de los combustibles. Por su parte, las medidas de inflación básica de la región continuaron desacelerándose. La variación anual del índice de precios al consumidor (IPC), excluyendo alimentos y combustibles, pasó de 0,7% en diciembre a 0,6% en enero. Para los Estados Unidos si bien no hay datos nuevos, se prevé que en enero la inflación haya seguido cayendo.
8. En China el crecimiento anual del PIB durante 2014 (7,4%) fue inferior a la meta del gobierno (7,5%) y a la variación del año anterior (7,8%). Las cifras de enero apuntan a que habría continuado la desaceleración de esta economía. Por una parte, la encuesta de actividad manufacturera se ubica por debajo del nivel neutral, lo cual sugiere que este sector seguiría moderándose. Por la otra, los registros de comercio exterior muestran una fuerte caída en términos anuales de las importaciones (-19,9%) y, en menor medida, de las exportaciones (-3,6%). Cabe mencionar, sin embargo, que las cifras de comienzo de año en este país suelen ser afectadas por factores estacionales, por la irregularidad con la que se presenta el año nuevo chino.
9. En América Latina los índices de actividad real de diciembre en Brasil, Chile y Perú muestran que estas economías habrían dejado de deteriorarse, aunque el crecimiento seguiría siendo bajo.
10. Por otra parte, la inflación en algunas economías emergentes continuó con un panorama heterogéneo. En la mayoría de países asiáticos se ha observado una reducción en los últimos meses. Se destaca el caso de China, donde la inflación anual pasó de 1,5% en diciembre a 0,8% el mes siguiente, como consecuencia de los menores precios de los combustibles y alimentos, así como de algunos factores estacionales. Por su parte, en América Latina se han observado reducciones en Chile, Perú y México, mientras que en Brasil y en Colombia se presenta una tendencia creciente.

11. En los mercados financieros los índices de volatilidad se han mantenido en niveles relativamente altos, como consecuencia de la incertidumbre generada por la situación griega. Pese a lo anterior, las tasas de los bonos de largo plazo de la zona del euro (exceptuando a Grecia) se siguieron reduciendo en las últimas semanas, gracias a los anuncios hechos en enero por el Banco Central Europeo de incrementar su programa de compra de activos. En contraste, las tasas de los bonos de largo plazo de los Estados Unidos mostraron alguna corrección desde los niveles mínimos que se habían observado a finales de enero. En este contexto el dólar no presentó cambios significativos con respecto a las principales monedas del mundo.
12. En cuanto a los mercados financieros de América Latina, en las últimas semanas las primas de riesgo se redujeron para la mayoría de las economías, mientras que las monedas mostraron un comportamiento heterogéneo: las de Chile, Colombia y México redujeron el ritmo de depreciación, mientras que el del real brasileño se acentuó.

#### **a. Exportaciones e importaciones**

13. En diciembre de 2014 las exportaciones totales en dólares cayeron 28,5% respecto al mismo mes del año anterior. Según la clasificación CIU (rev. 3), la principal disminución se registró en los grupos de bienes del sector minero (-39,4%) y en los del sector industrial (-12,5%). Dentro de los primeros se destacan las reducciones en petróleo crudo y gas natural (-43,8%) y en carbón (-25,7%). En el caso de los bienes del sector industrial, las principales caídas se registraron en coquización y refinación del petróleo (-59,7%), fabricación de papel (-32,1%), productos elaborados de metal (-24,9%) y vehículos automotores (-14,8%).
14. Para el año completo, la caída de las exportaciones totales fue de 6,8%, explicada por las del sector industrial (-10,2%) y del minero (-5,3%). Los descensos más significativos del grupo de bienes industriales ocurrieron en coquización y refinación de petróleo (-32,9%), fabricación de productos metalúrgicos básicos (-23,5%) y fabricación de vehículos automotores (-36,8%). Por último, el rubro de petróleo crudo y gas natural (-7,2%) fue el único que se redujo dentro de los bienes mineros.
15. En noviembre el valor en dólares de las importaciones totales (CIF) registró un crecimiento anual de 6,4%, como resultado de los aumentos en los rubros de bienes de capital (17,1%) y bienes de consumo (9,8%). Por su parte, las importaciones de materias primas y productos intermedios cayeron 4%. El

crecimiento de las importaciones de bienes de capital se debió, principalmente, a los incrementos en los destinados a la industria (15,6%) y al equipo de transporte (21%); mientras que en los bienes de consumo el principal crecimiento lo mostró el grupo de durables (16,6%). Dentro de los bienes intermedios, las mayores importaciones de materias primas para la agricultura (16,9%) no alcanzaron a compensar las caídas que se presentaron en combustibles y lubricantes (-12,3%) y materias primas para la industria (-2,2%).

16. En el acumulado de enero a noviembre las importaciones totales CIF aumentaron 7,5% anual debido a las mayores compras de materias primas (8,2%), bienes de capital (6%) y bienes de consumo (8,5%). En el primer caso, los principales aumentos los tuvieron las compras de combustibles y lubricantes (16,8%) y las de materias primas para la industria (5,7%). Del lado de bienes de capital, la mayor contribución al crecimiento provino de las importaciones de bienes para la industria (7%), seguidas de las de equipo de transporte (5,9%). Por último, el crecimiento en bienes de consumo se debe al aumento conjunto en las importaciones de bienes de consumo durable (11,6%) y no durable (5,3%).

17. De acuerdo a la última información publicada por el DANE, las importaciones totales CIF crecieron 11,2% en diciembre, gracias al incremento conjunto registrado en bienes intermedios (18,2%), bienes de capital (6,1%) y bienes de consumo (9,5%).

18. Durante 2014 las importaciones totales CIF aumentaron 7,8%. En el acumulado del año las importaciones de materias primas crecieron 8,9%, las de bienes de capital 6% y las compras de bienes de consumo 8,6%.

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

19. La información más reciente para el cuarto trimestre de 2014 sugiere que la actividad económica, en especial, la demanda interna mantuvo una dinámica satisfactoria.

20. Según las cifras de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas minoristas sin combustibles se expandieron en el mes de diciembre a una tasa de 10,6% anual; con ese resultado, el incremento fue del 11,0% anual para el cuarto trimestre cifra mayor que la del tercero (7,6%). Al

descontar las ventas de vehículos, los crecimientos anuales fueron 8,2%, 9,4% y 6,7% para diciembre, el cuarto y el tercer trimestres, respectivamente. Estos resultados son acordes con la previsión del informe anterior acerca del buen desempeño del consumo privado durante el último trimestre de 2014.

21. Por otra parte, según la misma encuesta, las ventas de automotores registraron una expansión de 25,8% anual durante diciembre y de 18,8% para el cuarto trimestre, acelerándose con respecto al tercero (13,4%). Cabe señalar que la organización del XIV Salón del Automóvil hacia finales de noviembre supuso una mayor comercialización de vehículos, con lo cual 2014 se convirtió en un año que marcó nuevos récords en ventas.
22. Por su parte, el balance de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMME) del Banco de la República corrobora las buenas perspectivas de crecimiento del consumo privado para el cuarto trimestre de 2014. El promedio de este indicador para dicho periodo fue significativamente mayor que el registrado para el tercero.
23. Otros indicadores que confirman el pronóstico de consumo de los hogares están relacionados con el desempeño del mercado laboral. Con información a diciembre la tasa de desempleo continuó cayendo, aunque a un ritmo menor que en ocasiones anteriores. Además, aunque la creación de empleo se desaceleró, el empleo asalariado continuó creciendo frente al mismo periodo de 2013 y con respecto a los registros de meses anteriores.
24. En cuanto a la formación bruta de capital fijo, distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles, se prevé que durante los últimos tres meses de 2014 se haya expandido a una tasa anual mayor que la observada para el tercer trimestre, de acuerdo con el balance de expectativas de inversión obtenida de la EMME.
25. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles sugieren un mejor desempeño en sectores como el comercio (de acuerdo con la EMCM ya analizada), la producción de café y la producción industrial. En particular, el índice de producción industrial (IPI) sin trilla de café creció 2,1% anual en diciembre. Durante el periodo octubre-diciembre de 2014, la expansión anual del IPI sin trilla de café fue de 0,4%. Como resultado, para 2014 la industria alcanzó un crecimiento anual de 1,3%, luego de las reducciones observadas en 2012 y 2013.

26. Finalmente con información a noviembre, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) publicado por el DANE señala una menor tasa de crecimiento de la economía colombiana durante el cuarto trimestre de 2014, al registrar una expansión anual de 3,4%. Para el bimestre octubre-noviembre el crecimiento fue de 3,5%, lo que representa una desaceleración con respecto a lo observado para el tercer trimestre (3,9%). Cabe señalar que este indicador no coincide exactamente con las variaciones que se observan para el PIB trimestral.
27. Lo anterior permite conservar el rango de pronóstico para el crecimiento del PIB del cuarto trimestre entre 3,3% y 4,7%. Con ello, la expansión para todo 2014 de la economía colombiana sería de 4,8%.
28. La información para el primer trimestre de 2015 es aún escasa y sugiere resultados mixtos, pero algunos indicadores permiten prever que la economía habría reducido su dinamismo. Con esto la expansión del PIB sería inferior al registro del cuarto trimestre y al estimado para todo el año pasado. Adicionalmente, cabe señalar que sólo por base de comparación, para el primer trimestre de 2015 se espera un crecimiento inferior al obtenido en el mismo período en 2014.
29. En enero de 2015 las ventas de automóviles reportadas por la ANDI, Fenalco y Econometría se contrajeron 6,4% anual. En niveles los registros de ventas son significativamente menores que aquellos de finales del año pasado.
30. Por su parte, en el mismo mes la confianza de los consumidores (ICC) mostró una caída intermensual, y se ubicó en niveles levemente superiores al promedio para la serie desde 2001. Según la información de Fedesarrollo, los índices de condiciones económicas (ICE) de los hogares y de expectativas de mediano y largo plazos de los consumidores (IEC) mostraron menores niveles con respecto al mes anterior.
31. Durante el primer mes del año se registró una leve desaceleración en la tasa de expansión del crédito de consumo (13,1% anual frente a 13,4% de diciembre). Adicionalmente, la tasa de interés de consumo en términos reales mostró recientemente un incremento, aunque continúa en niveles históricamente bajos.
32. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles con información a enero muestran comportamientos mixtos.



33. De acuerdo con la federación de cafeteros, la producción de café se ubicó en 1.088.000 sacos en enero de 2015, lo que implicó un crecimiento anual de 7,6% (frente a -2,6% en diciembre de 2014). Por su parte, la producción de crudo en el mismo mes fue de 1.034.500 barriles diarios, la segunda cifra más alta en la historia del país. Esto implicó un crecimiento anual de 2,0%, según informó el ministerio de minas.
34. Por último, la demanda de energía total se desaceleró al pasar de crecer 4,2% en diciembre a 2,8% en enero de 2015. El componente tendencial mostró un aplanamiento.
35. Frente al informe pasado, no se revisó el rango de pronóstico para la expansión del PIB en 2015: entre 2,0% y 4,0%, con 3,6% como cifra más probable.

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

36. En enero la inflación anual al consumidor se aceleró por cuarto mes consecutivo, situándose en 3,82% y superando en 16 pb. el registro de diciembre de 2014 (**Cuadro 1**). En términos mensuales, la variación ascendió a 0,64%, cifra mayor que la observada doce meses atrás (0,49%) y que la esperada por el mercado (0,54%). La aceleración de la inflación se explicó principalmente por las alzas en los precios de los alimentos y en segundo lugar, por aumentos en los precios de bienes transables.
37. Al igual que lo sucedido con la inflación total, en enero se produjo un aumento de la inflación básica por cuarto mes consecutivo. De acuerdo con el promedio de los cuatro indicadores estimados por el Banco, se situó en 3,22% en enero, 16 pb más que el registro de diciembre (**Cuadro 1**). Salvo el IPC sin alimentos (3,2%), que redujo su crecimiento anual en 6 pb, todos los demás indicadores se incrementaron. La mayor aceleración se presentó en el IPC sin alimentos perecederos, combustibles y servicios públicos, que para este mes alcanzó 3,1%. El núcleo 20 (3,6%) sigue mostrando el máximo nivel entre los cuatro índices, mientras que el IPC sin alimentos ni regulados (3,0%) es el de menor nivel.

#### **Cuadro 1**

## Comportamiento de la inflación a enero de 2015

Descripción	dic-13	jun-14	jul-14	ago-14	sep-14	oct-14	nov-14	dic-14	ene-15
<b>Total</b>	<b>1,94</b>	<b>2,79</b>	<b>2,89</b>	<b>3,02</b>	<b>2,86</b>	<b>3,29</b>	<b>3,65</b>	<b>3,66</b>	<b>3,82</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>2,36</b>	<b>2,66</b>	<b>2,75</b>	<b>2,84</b>	<b>2,70</b>	<b>2,91</b>	<b>3,18</b>	<b>3,26</b>	<b>3,20</b>
Transables	1,40	1,94	1,60	1,57	1,59	1,66	1,68	2,03	2,28
No transables	3,76	3,45	3,17	3,29	3,26	3,26	3,23	3,38	3,47
Regulados	1,05	2,14	3,60	3,83	3,25	4,07	5,32	4,84	4,01
<b>Alimentos</b>	<b>0,86</b>	<b>3,11</b>	<b>3,26</b>	<b>3,47</b>	<b>3,25</b>	<b>4,27</b>	<b>4,88</b>	<b>4,69</b>	<b>5,41</b>
Perecederos	-0,16	8,92	9,18	8,91	7,61	15,14	17,61	16,74	16,78
Procesados	-0,24	1,44	1,66	2,09	2,14	2,13	2,65	2,54	3,70
Comidas fuera del hogar	3,26	3,52	3,45	3,47	3,23	3,43	3,55	3,51	3,60
<b>Indicadores de inflación básica</b>									
Sin Alimentos	2,36	2,66	2,75	2,84	2,70	2,91	3,18	3,26	3,20
Núcleo 20	2,72	3,04	2,73	2,98	2,89	3,02	3,09	3,42	3,58
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs	2,19	2,53	2,33	2,42	2,39	2,53	2,57	2,76	3,12
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,81	2,51	2,56	2,55	2,58	2,57	2,81	2,97
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>	<b>2,51</b>	<b>2,76</b>	<b>2,58</b>	<b>2,70</b>	<b>2,63</b>	<b>2,76</b>	<b>2,85</b>	<b>3,06</b>	<b>3,22</b>

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

38. Las presiones alcistas dentro del IPC sin alimentos provinieron de los grupos de transables y no transables. Por el contrario, la subcanasta de regulados ejerció presiones a la baja.
39. La variación anual de transables se aceleró de 2,0% en diciembre a 2,3% en enero, reflejando el efecto de la depreciación acumulada del tipo de cambio. Entre julio de 2014 y enero de 2015 el peso se depreció 29,8% frente al dólar. Hasta noviembre del año pasado no era evidente el efecto del encarecimiento del dólar sobre los precios de transables (sin alimentos ni regulados), pero a partir de diciembre se empezó a observar dicha transmisión, la cual deberá extenderse por varios meses más (**Cuadro 1**). En enero, se observaron aumentos significativos en los precios de varios ítems de este grupo, destacándose los de pasajes aéreos (1,5%) y vehículos (1,8%).
40. Cabe señalar, sin embargo, que el resultado de enero para transables estuvo por debajo de lo esperado por la SGEE, lo que apunta a que la transmisión del tipo de cambio a los precios al consumidor estaría siendo menor o quizá operando más lentamente que en episodios anteriores. Conviene esperar los resultados de febrero y marzo para tener una idea más clara al respecto, pues son meses en los que las firmas suelen revisar un amplio conjunto de precios.
41. En enero la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados aumentó por segundo mes consecutivo, situándose en 3,5% frente a 3,4% en diciembre (**Cuadro 1**). Al igual que hace un mes, esta subida se explica por el rubro diversión cultura y esparcimiento, y en particular por el ítem que incluye las boletas de fútbol (en esta oportunidad se jugó la final de la Superliga, con la participación de un equipo de Bogotá, lo cual no sucedió hace un año). Debido a ello, se estima que el aumento (al igual que el de

diciembre) sería transitorio en su mayor parte y se espera que se revierta en los próximos dos meses.

- 42.Descontando este ruido, el IPC de no transables sin alimentos ni regulados volvió a mostrar ajustes bajos, tal como se observa desde hace más de seis meses, lo que sugiere que las presiones de demanda son escasas. El principal ítem de la canasta, arriendos, se mantuvo estable, registrando una variación anual de 3,0%.
- 43.Compensando los aumentos de transables y no transables, la variación anual del IPC de regulados se redujo de 4,8% en diciembre a 4,0% en enero. Este comportamiento está relacionado con la disminución del precio de la gasolina en 93 pesos, decretada por el gobierno para el mes de enero. La reducción que se ordenó para febrero por 138 pesos también deberá ayudar al descenso de la variación anual de este componente de la canasta. Entre diciembre y enero, dicha variación pasó de 1,8% a -0,6%.
- 44.La menor variación anual de regulados en enero también fue posible gracias a la disminución de las tarifas de energía eléctrica en el mes. El servicio de gas, en contraste, aumentó.
- 45.En cuanto a la canasta de alimentos, su variación anual se situó en 5,4% frente a 4,7% de diciembre (**Cuadro 1**) con lo que se constituyó en la principal fuente alcista. En enero, los procesados y semiprocados (3,7%) retomaron la senda ascendente que traían desde mayo, impulsados en esta ocasión por los fuertes incrementos en el precio del arroz y, en segundo lugar, por los efectos de la depreciación sobre los precios internos de productos de origen importado (aceite y cereales). Por su parte, los perecederos mantuvieron un ritmo anual de ajuste alto (16,8%), hecho atribuible principalmente a la papa (con un alza mensual de 11,0% y anual de 65,2%). Tanto en el arroz como en la papa se estaría dando una oferta limitada, como respuesta a los bajos precios que se observaron en los dos años anteriores y por otros problemas climáticos y fitosanitarios localizados. Finalmente, las comidas fuera del hogar se ajustaron a una tasa anual de 3,6% en enero, 10 pb más que un mes atrás.
- 46.Según la encuesta mensual realizada por el Banco de la República a los analistas del mercado a comienzos de febrero, las expectativas de inflación a doce meses disminuyeron un poco y se situaron en 3,2%. Entre abril y diciembre del año pasado su valor había fluctuado entre 3,1% y 3,3%. La inflación esperada por los analistas para diciembre de 2015 es de 3,35%. A su vez, en promedio las expectativas de inflación para 2, 5 y 10 años, medidas a

partir del Break-Even Inflation para lo corrido de febrero, presentaron variaciones de +2 pb., -6 pb., y -6 pb. frente a los datos promedio de enero, ubicándose en 3,84%, 3,47% y 3,70% respectivamente.

47. En materia de costos no laborales, desde agosto del año pasado la inflación anual del IPP viene aumentando continuamente, situándose en enero en 6,4% frente al 6,3% de diciembre. De nuevo las presiones alcistas provinieron del IPP importado, cuyo ajuste anual en enero (8,3%) superó el de diciembre (7,9%), lo cual denota el impacto de la depreciación del peso. Por el contrario, el IPP local cayó levemente de 6,0% a 5,9%, lo cual es atribuible, fundamentalmente, a los menores ajustes anuales en el IPP de la minería.
48. En materia de costos laborales, los ajustes salariales anuales para la construcción pesada y de vivienda (4,0% con cifras a enero) y para industria (2,6% con cifras a diciembre) siguen sin sugerir presiones inflacionarias. Sin embargo, para los salarios del comercio se han observado incrementos mayores en los últimos meses (7,1% en diciembre). Como se explicó en el informe anterior, cambios metodológicos podrían estar detrás de este resultado, el cual sin embargo amerita un seguimiento estrecho para descartar posibles presiones inflacionarias desde este frente.