



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la **Junta Directiva**
del Banco de la República

Informe de política monetaria



**BANCO DE LA REPÚBLICA
SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS**

Descripción del contexto externo que enfrenta la economía colombiana, la evolución del comercio exterior, el comportamiento de la demanda interna, el producto y el crédito, y el comportamiento de la inflación y las expectativas de inflación

I. Contexto externo, exportaciones e importaciones

1. En los Estados Unidos los indicadores de actividad real del tercer trimestre muestran que la economía habría mantenido el dinamismo exhibido en el trimestre anterior. Las cifras de producción industrial de septiembre mostraron una aceleración en su ritmo de expansión, mientras el crecimiento anual de las ventas al por menor sigue reflejando un buen comportamiento del consumo de los hogares, pese a la ligera reducción observada en el último mes.
2. Los registros de septiembre muestran que el mercado laboral continuó con su recuperación, lo que resultó en una nueva caída de la tasa de desempleo. En el mismo sentido, los otros indicadores que monitorea la Reserva Federal (Fed), como la tasa de subempleo o el desempleo de largo plazo, siguen mostrando mejoras, aunque aún se mantienen alejados de sus niveles precrisis. Los índices de confianza de los empresarios y de consumidores sugieren que en lo restante del año se mantendría el buen comportamiento de la economía estadounidense.
3. La inflación en los Estados Unidos se redujo en septiembre y se mantiene por debajo de la meta de 2,0% de la Fed. Las medidas de inflación básica igualmente son inferiores a 2,0%.
4. En cuanto a su política monetaria, el final del programa de compras de activos fue anunciado en la reunión de octubre tal como era esperado por el mercado. En el comunicado posterior a esta reunión, no hubo indicios de cambios sobre el inicio del incremento de la tasa de referencia, aunque sí se mencionó la posibilidad de anticipar el aumento de las tasas de interés si la economía supera las expectativas o de retrasar el incremento si el progreso de la economía es más lento que lo esperado.
5. En la zona del euro, la producción industrial en agosto exhibió una caída frente al mismo mes del año anterior, como consecuencia de una reducción en la actividad manufacturera de los principales países de la región. Hay que notar que estos comportamientos difieren entre países, destacándose positivamente el caso de España y negativamente el de Francia. Las encuestas a los industriales apuntan a que este sector continuaría debilitándose en lo que resta del año.
6. Respecto al consumo privado, las ventas al por menor en la zona del euro siguen mostrando un ritmo de crecimiento mediocre. Este rubro tendría un bajo dinamismo en los próximos meses. Además, no se observan mejoras en el mercado laboral, y la confianza de los hogares continúa cayendo de manera

significativa. De otro lado, las exportaciones a países por fuera de la zona se han estancado en los últimos meses.

7. La inflación anual se redujo a 0,3% en septiembre, con lo que se mantienen los riesgos de deflación en la región. En este contexto, el Banco Central Europeo inició su programa de compras de bonos garantizados durante este mes, con el propósito de fomentar la oferta de crédito.
8. En China el crecimiento anual del PIB durante el tercer trimestre se redujo a 7,3%. Con cifras a septiembre, las ventas al por menor y la inversión en activos fijos mostraron una tendencia a la baja, lo cual contrastó con el buen comportamiento de las exportaciones y la leve recuperación de la producción industrial.
9. En América Latina, con cifras a agosto, la variación anual de los indicadores de actividad económica para Brasil, Chile, México y Perú sugieren que el crecimiento de estos países durante el tercer trimestre del año continuaría débil.
10. En cuanto a la inflación en las economías emergentes de Asia y América Latina, con información a septiembre se observa un panorama heterogéneo. Por un lado, en México, Chile y Brasil esta se mantuvo por encima de la meta de sus respectivos bancos centrales. Por el otro, en Perú y en las principales economías asiáticas se ha reducido. Se destaca el caso de China en donde la variación anual de los precios ha caído en lo corrido del año, para ubicarse en 1,6% al final del tercer trimestre.
11. Las perspectivas de menor crecimiento económico mundial han presionado a la baja las cotizaciones internacionales de los bienes básicos. En el caso del petróleo, adicionalmente se observó una mayor producción en los Estados Unidos y un restablecimiento de la oferta en Libia, lo cual también ha contribuido a la caída significativa del precio de este bien básico. Lo anterior ha llevado a que las expectativas de sus cotizaciones para lo que resta del año y para el 2015 se ubiquen significativamente por debajo de los niveles que se habían observado en los últimos años.
12. El precio del níquel se ha reducido de forma importante en las últimas semanas, como consecuencia de una desacumulación de inventarios en China y de una menor demanda por este metal. Por su parte, la cotización internacional del café cayó, aunque en menor medida, por las perspectivas de condiciones climáticas favorables en Brasil que permitirían la recuperación de su producción.

13. Entretanto, las cotizaciones de algunos alimentos importados mantuvieron una fuerte tendencia a la baja, gracias a la mayor oferta por las buenas cosechas en los Estados Unidos y en Europa, a la disminución en el precio del petróleo y a la menor demanda mundial.
14. En cuanto a los mercados financieros, los índices de volatilidad mostraron incrementos durante el último mes en un ambiente de mayor aversión al riesgo. Lo anterior se explica, en gran parte, por el debilitamiento del crecimiento en la zona del euro y en las economías emergentes, la caída de los precios de los bienes básicos y la incertidumbre sobre las decisiones de política monetaria en los Estados Unidos y en Europa. En este contexto, se redujeron los índices bursátiles y las tasas de los bonos de largo plazo de los Estados Unidos, Alemania y Francia. Igualmente el dólar se ha fortalecido.
15. En los mercados financieros de América Latina se observó un incremento en las primas de riesgo, como consecuencia de la volatilidad en los mercados financieros globales. En este contexto, las monedas de la región continuaron debilitándose durante el mes de octubre, siendo el peso chileno la única excepción. La moneda de Chile sigue siendo la que más se ha depreciado en lo corrido del año (11,2%).

a. Exportaciones e importaciones

16. En agosto el valor total de las exportaciones colombianas disminuyó 3% con respecto al mismo mes del año anterior, siendo los menores precios la explicación de dicha variación. Esta caída se presenta por las menores exportaciones de los principales bienes de origen minero (-7,6%), comportamiento que fue compensado de forma parcial por los aumentos registrados en las ventas externas del grupo de resto de exportaciones (11,2%) y de los principales bienes de origen agrícola (7,8%). La disminución de las exportaciones de bienes de origen minero está explicada por las menores exportaciones de crudo (-8,5%) y refinados (-33,8%). Por el lado de las exportaciones de bienes agrícolas, se registró un crecimiento conjunto de las ventas de café (30,7%) y banano (57%), mientras que las de flores cayeron 35%.
17. Las exportaciones del resto de productos (de las cuales 96% son bienes industriales) tuvieron crecimientos importantes en productos químicos (18%) y alimentos y bebidas (24,5%). Por país de destino estas exportaciones crecieron, principalmente, hacia Venezuela (46,4%), Ecuador (14,6%), Brasil (22,2%) y los Estados Unidos (10,6%).

18. En lo corrido del año a agosto el valor total de las exportaciones en dólares cayó 2,7% con respecto al mismo período del año anterior. Esta dinámica obedece a la disminución de 3,5% en las ventas externas de productos mineros y de 5,6% en el grupo de resto de exportaciones. Las mayores disminuciones del grupo de principales bienes mineros fueron en las ventas externas de derivados (-26,2%) y oro (-37,1%); y en el caso del resto de bienes se destacan las menores ventas externas de vehículos (-44,6%), otros bienes agrícolas (-40,1%), principalmente por bovinos vivos, y otros bienes industriales (-12%). Por otro lado, las exportaciones de los principales bienes agrícolas crecieron 15,3% en términos anuales, por el aumento conjunto de las ventas externas de café (22,8%), banano (23,2%) y flores (1,8%).
19. En el mes de agosto las importaciones tuvieron una variación anual de -1,5%, producto de la caída conjunta en las importaciones de bienes de capital (-7,1%) y de bienes intermedios (-3,8%). Por su parte, las importaciones de bienes de consumo aumentaron 11,7%. Dentro de bienes de capital, la principal caída se dio en equipo de transporte (-20,1%), dado el menor valor importado en equipo rodante (-44,5%). Del lado de los bienes intermedios, el decrecimiento obedece a las menores compras de materias primas para la agricultura (-23,1%) y combustibles y lubricantes (-13,4%). En el caso de los bienes de consumo, se presentó un crecimiento tanto en durables (14,9%) como en no durables (8,6%), siendo vehículos (19,9%) y alimentos (26,8%) los rubros de mayor contribución al crecimiento en cada grupo.
20. En el acumulado de enero a agosto, las importaciones tuvieron una expansión de 6,8% gracias al aumento conjunto de las importaciones de bienes intermedios (10,7%), consumo (7,8%) y capital (1,4%). Las importaciones de combustibles y lubricantes son las de mayor aporte al crecimiento de las de bienes intermedios, con un aumento de 26%, mientras que en el caso de los bienes de consumo el mayor aumento ocurrió en bienes durables, con una variación de 11,3%. El incremento de los bienes de capital se explica por una expansión de 4,9% en las importaciones de bienes de capital para la industria, en gran parte compensado por la caída de 4,9% en las de equipo de transporte.
21. Vale la pena mencionar que el cierre de la refinería de Cartagena ha explicado en parte el deterioro en la balanza comercial del país. Por tanto, se podría esperar una corrección parcial del déficit comercial, una vez la nueva refinería entre en operación el próximo año.

II. Demanda interna, crecimiento y crédito

22. La información disponible sugiere que durante el tercer trimestre de 2014 la actividad económica habría presentado un crecimiento inferior al observado en promedio para el primer semestre del año (5,4%). Persistiría, según los indicadores, una buena dinámica en el desempeño en el consumo de los hogares, mientras que la inversión se habría desacelerado. Por el lado de la demanda externa, las cifras habrían mejorado en relación con el comportamiento de los trimestres anteriores.
23. En relación con el consumo de los hogares, los resultados más recientes de la Muestra Mensual de Comercio al por Menor (MMCM) del DANE muestran que en agosto las ventas minoristas aumentaron 8,5% anual, lo que representó un crecimiento de 6,8% para el bimestre julio-agosto. Al descontar los vehículos, las ventas se incrementaron 7,5% y 6,2% para los mismos periodos, respectivamente.
24. El gasto en bienes durables reflejado en las cifras de las ventas de vehículos y motocicletas de la misma encuesta, también tuvo una buena dinámica en el período. Según el DANE, las ventas de esos bienes crecieron 9,5% anual durante el bimestre julio-agosto (13,6% en agosto). Adicionalmente, con información a septiembre, las cifras de ventas de automotores publicadas por ANDI-FENALCO-Econometría confirman que dicho dinamismo habría continuado (para todo el tercer trimestre éstas crecieron 17,4% anual frente 1,4% del segundo trimestre).
25. Por su parte, el balance de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República también apunta a un buen ritmo de expansión del consumo de los hogares durante el tercer trimestre.
26. A pesar de las recientes caídas, el promedio para el tercer trimestre del índice de confianza del consumidor publicado por Fedesarrollo no mostró diferencias significativas con respecto al dato del segundo. Cabe resaltar que su nivel se ubicó por encima del promedio desde 2001. Por componentes, el promedio del índice de condiciones económicas permaneció en un nivel similar al del segundo trimestre, mientras el de expectativas se redujo levemente.
27. Otros indicadores que apoyan el buen desempeño del gasto de las familias son aquellos asociados con el comportamiento del mercado laboral. La información a agosto indica que la tasa de desempleo ha continuado cayendo en todos los

dominios geográficos. Estos descensos se explican por incrementos del empleo, en particular del asalariado, que continúa creciendo a buen ritmo.

28. Por otro lado, la cartera de consumo con leasing para el tercer trimestre crece 11,8% frente al mismo periodo de 2014, lo que indica que el ritmo de crecimiento del crédito a los hogares en términos nominales se mantuvo durante julio-septiembre. Cabe resaltar que el acceso al crédito no se encareció durante los últimos meses: en el tercer trimestre las tasas de interés de consumo en términos reales se ubicaron, en promedio, en niveles similares a los registrados durante el segundo.
29. Con respecto a la formación bruta de capital, de acuerdo con el balance de la pregunta de expectativas de inversión de la EMEE, la formación bruta de capital sin obras civiles ni construcción registraría expansiones similares a las del segundo trimestre. Las estimaciones con información a agosto de las importaciones en pesos constantes de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte van en la misma dirección.
30. En materia de comercio exterior, las estimaciones en pesos constantes para las exportaciones del tercer trimestre muestran una evolución positiva frente al segundo. Para el caso de las importaciones, se esperan incrementos similares a los registrados en el primer semestre del año, afín con los registros del DANE y de comercio exterior de la DIAN.
31. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles sugieren que el PIB de la industria en el tercer trimestre crecería en términos anuales, luego de la contracción registrada entre abril y junio (-1,4%). En agosto, el índice de producción industrial (IPI) sin trilla de café creció 0,3% anual, con un registro de 1,0% para el bimestre julio-agosto. Este comportamiento está influenciado en parte por el cierre de Reficar, que trajo como consecuencia un retroceso importante de la sub-rama de refinación (-16,9% anual). Al excluir esta última del IPI sin trilla de café, se observó una expansión anual alrededor de 1,1% para el mes de agosto y de 2,3% para el bimestre julio-agosto.
32. De acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo con información a septiembre, el indicador de existencias (que es contra cíclico) continuó siendo favorable y su componente tendencial mejoró (en el tercer trimestre el balance cayó en 5 puntos). El volumen actual de pedidos aumentó frente al mes anterior y su componente tendencial mantuvo una pendiente ascendente (el balance pasó de -2,6 a 4,5). Por último, aunque las expectativas presentaron una leve disminución frente a agosto, el componente tendencial conservó un comportamiento positivo

(en términos trimestrales el balance pasó de 34,8 a 39,5). Así las cosas, la confianza de los empresarios se sostuvo en niveles superiores a su promedio histórico.

33. En el caso del comercio, la información de Fedesarrollo mostró que la percepción actual de las ventas permaneció inalterada, por lo que su componente tendencial conservó una pendiente positiva. Por el contrario, las expectativas a seis meses registraron una reducción frente a los meses anteriores, con lo que la tendencia dejó de crecer.
34. En lo que respecta a la minería, aunque el dato de la producción de petróleo para el mes de septiembre (993 mbd) fue superior al de los dos meses anteriores (979 mbd en promedio), el deterioro continuó por segundo trimestre consecutivo. En efecto, la producción de petróleo durante el tercer trimestre se ubicó, en promedio, por debajo del millón de barriles (983,7 mbd) y presentó una caída anual de 3,1%, similar a la registrada tres meses antes (-3,6%).
35. En el sector de la construcción, la producción de cemento registró una expansión anual de 6,9% en septiembre. Con ello el tercer trimestre creció 10,2%, luego del 14,2% reportado un trimestre atrás. Las licencias crecieron 8,1% en el bimestre julio-agosto y el acumulado doce meses mantiene una tasa de expansión importante de 8,7% anual a agosto.
36. En el sector agropecuario, la Federación de Cafeteros reportó que en septiembre la producción de café se ubicó en 912 miles de sacos de 60 kilos, lo que implicó un crecimiento de 6,0% anual. Con ello, el tercer trimestre se aceleró de manera importante al reportar una tasa anual de 24%, luego de haber presentado una expansión casi nula durante el segundo trimestre (0,2%). Por el contrario, en agosto el sacrificio de ganado cayó 2,9% en términos anuales como consecuencia de la fase de retención que actualmente tiene la actividad dentro de su ciclo de producción (un trimestre atrás la caída había sido 7,8%).

III. Comportamiento de la inflación

37. La inflación anual al consumidor cerró el tercer trimestre de 2014 en 2,86%, desacelerándose con respecto al mes anterior (3,02%) y volviendo a situarse por debajo del punto medio del rango meta (3,0%) (**Cuadro 2**). En lo corrido del año se acumuló una variación del IPC de 3,08%, frente a 2,16% para el mismo

período de 2013. El pronóstico del mercado para la inflación mensual de septiembre era 0,19%, 5 pb por encima del observado (0,14%).

38. Al igual que lo hizo la inflación total, el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco también retrocedió en septiembre. Este promedio se mantuvo por debajo de la meta de inflación, alcanzando un nivel de 2,63%, inferior en 7 puntos base (pb) al registro de agosto. La variación acumulada de este indicador en lo corrido del año es 2,23% mayor que la registrada durante el mismo periodo de 2013 (2,10%). Los cuatro indicadores analizados se situaron por debajo del punto medio del rango meta y cayeron con respecto al mes pasado. El núcleo 20 continuó mostrando el mayor nivel (2,9% anual), en tanto que el IPC sin alimentos perecederos, combustible ni servicios públicos fue el más bajo (2,4% anual) (**Cuadro 2**). La inflación sin alimentos anual se situó en 2,7%, disminuyendo 14 pb, mientras que la inflación sin alimentos ni regulados (2,6% anual) registró la menor caída (solo 1 pb).
39. Dentro del IPC sin alimentos, los regulados, y en menor medida los no transables, ejercieron presiones bajistas que habían sido previstas por el ejercicio de pronóstico del equipo técnico. En los regulados los descensos se concentraron en las tarifas de acueducto y del gas domiciliario, ya que los otros componentes (combustibles, transporte público y energía eléctrica) no presentaron variaciones de importancia. Con ello, su cambio anual se situó en 3,25%, cayendo significativamente frente al registro de agosto (3,83%) (**Cuadro 2**). Es importante señalar que las tarifas de energía eléctrica desaceleraron su incremento anual de manera importante, desde 9,2% en agosto a 5,2% en septiembre, por simple comparación estadística: mientras el crecimiento en septiembre de este año fue cercano a cero, hace doce meses superó el 4,0%. Para octubre e incluso noviembre se espera un repunte en el grupo de regulados por el reciente ajuste en las tarifas de taxis y en los pasajes de Transmilenio y el SITP.
40. Por su parte, los no transables sin alimentos ni regulados tan solo cayeron 3 pb, cerrando septiembre en 3,3% (**Cuadro 2**). La tendencia descendente que mostró esta canasta durante el tercer trimestre es reflejo, en gran parte, de la desaceleración en la variación anual de los arriendos. En particular, este rubro viene presentando una caída en su ajuste anual después de febrero, mes en el cual alcanzó su techo más reciente (3,58%).
41. La reciente depreciación del peso no ha presionado al alza de manera general la variación anual del conjunto de transables sin alimentos ni regulados (1,59% en septiembre) (**Cuadro 2**). Sin embargo, en algunos bienes sí se comenzó a sentir

con fuerza su efecto. Fue el caso de lavadoras, textos, cerveza, jabones, detergentes y, en general, productos de aseo. De esta manera, se espera que la tendencia hacia la depreciación del tipo de cambio desde finales de julio genere nuevas alzas en esta sub-canasta en lo que resta del año. Vale la pena recordar que diversos estudios señalan que el traspaso del encarecimiento del dólar a los precios al consumidor de los rubros transables en Colombia se comienza a observar entre tres y cuatro meses después.

Cuadro 2

**Comportamiento de la inflación
a septiembre de 2014**

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

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

42. Con respecto al IPC de alimentos, aunque su variación anual cayó de 3,5% en agosto a 3,3% en septiembre, se considera que este comportamiento es transitorio y se prevé una aceleración importante para el resto del año por una baja base de comparación estadística. Cabe recordar que el cuarto trimestre de 2013 presentó un crecimiento negativo en el IPC de alimentos, lo cual no se espera que ocurra al final de este año por dos razones: 1) la fase de retención ganadera con precios al alza, y 2) la depreciación del peso que elevaría los precios de los alimentos transables, aunque la caída de sus cotizaciones internacionales podría moderar este efecto alcista.
43. En septiembre las mayores presiones a la baja provinieron de la canasta de alimentos perecederos, especialmente en la papa y en varias hortalizas y frutas. A pesar del buen comportamiento de este grupo en el mes, se espera que esta tendencia bajista no se sostenga el resto del año ni durante comienzos de 2015, de

acuerdo con su ciclo de producción. Igualmente, las comidas fuera del hogar desaceleraron su crecimiento. En este mes dicho segmento fue favorecido por el menor ajuste en los IPC de arriendos, servicios públicos y alimentos en general.