



# 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 en el tercer trimestre muestran que la economía mantuvo el dinamismo exhibido en el trimestre anterior. Las cifras de agosto de las ventas al por menor y de producción industrial reflejan una expansión favorable. Los índices de opinión de empresarios y de consumidores sugieren que este comportamiento se mantendría en lo que resta del año.
2. En lo referente a los precios, tanto la inflación total, como la básica, en los Estados Unidos se mantienen por debajo de la meta de 2% de la Reserva Federal.
3. La recuperación del mercado laboral continuó durante el mes de agosto. La tasa de desempleo se redujo a 6,1%, mientras que el número de vacantes se encuentra en un nivel superior al de antes de la crisis. No obstante, la tasa de subempleo y el desempleo de largo plazo aún se mantienen alejados de sus niveles promedio históricos.
4. En términos de política monetaria, la Reserva Federal anunció que el programa de compra de activos terminará en octubre, según lo previsto. Por otra parte, el incremento de las tasas de interés no ocurriría antes de la segunda mitad de 2015. Sin embargo de acuerdo, con las proyecciones económicas que publica trimestralmente la Reserva Federal, el alza sería más fuerte de la que se estimaba algunos períodos atrás.
5. Así, los buenos resultados económicos en los Estados Unidos durante el tercer trimestre y las revisiones que se hicieron a los datos del PIB, llevarían a un crecimiento económico para todo el año superior al 1,9% esperado.
6. En la zona del euro, las cifras de agosto muestran que la producción industrial exhibió un ritmo de expansión muy modesto. Al desagregar por países, se observa un crecimiento leve en Alemania y España, junto a una caída en Italia y un estancamiento en Francia. Las encuestas a los industriales apuntan a que la actividad manufacturera continuaría debilitándose en lo restante del año.

7. En cuanto al consumo privado, las ventas al por menor mostraron un menor ritmo de expansión en julio. Lo anterior se observó de forma generalizada en los principales países de Europa. Este rubro seguiría presentando un bajo dinamismo en los próximos meses, dado que la confianza de los hogares ha caído de manera importante.
8. La inflación anual de la zona del euro se mantuvo en 0,4% en agosto, con lo que permanecen los riesgos de deflación en la región. En este contexto, el Banco Central Europeo anunció una nueva reducción de sus tasas de referencia, al igual que el inicio de un programa de compras de títulos respaldados en activos (Asset-Backed Securities ABS) a partir de octubre, que busca fomentar la oferta de crédito en la zona del euro. Aún se desconocen los detalles de dicho programa.
9. Todo lo anterior apunta a que el ritmo de expansión de la actividad económica de la zona euro en 2014 podría ser más débil que lo esperado.
10. En el caso de China, las variaciones anuales a agosto de las ventas al por menor, de la producción industrial y de la inversión en activos fijos revelan una fuerte desaceleración, lo cual sugiere que el crecimiento de la economía se habría moderado más de lo esperado durante el tercer trimestre del año. El comportamiento del mercado inmobiliario no ha presentado mejorías: los indicadores de precios siguen señalando caídas. Con esta información, algunos analistas han reducido los pronósticos de crecimiento para 2014, ubicándolos en niveles inferiores a la meta del gobierno (7,5%).
11. En América Latina, la variación anual de los indicadores de actividad económica en julio señalan que para Brasil, Perú y Chile el crecimiento durante el tercer trimestre del año seguiría siendo muy débil. Adicionalmente, es de destacar el caso de Venezuela, en donde la contracción podría ser mayor a la prevista (-1%), como consecuencia de los problemas estructurales que enfrenta esta economía.
12. La inflación en las economías emergentes tiene un comportamiento heterogéneo. Por una parte, en Chile y Brasil se mantiene por encima

de la meta, mientras que en Perú y en las economías asiáticas se ha moderado.

13. En relación con los precios internacionales de los bienes básicos exportados por Colombia, las cotizaciones del petróleo se han reducido de manera significativa en los últimos meses, como consecuencia de una mayor producción en algunos países de Oriente Medio y de las menores perspectivas de crecimiento global. En contraste, los precios del níquel y del café se han mantenido en niveles altos y superiores a los del año pasado.
14. Entretanto, las cotizaciones de algunos alimentos importados muestran una fuerte tendencia a la baja, gracias a la mayor oferta por las buenas cosechas en los Estados Unidos y en otras regiones.
15. Las menores perspectivas de crecimiento en China y en otras economías emergentes han generado caídas en los índices bursátiles en estos países en septiembre. En contraste, los mercados financieros de los países desarrollados no han mostrado cambios significativos en las últimas semanas.
16. En cuanto a los mercados financieros de América Latina, se observó un incremento en las primas de riesgo, lo que podría estar relacionado con la desaceleración económica que se ha visto en algunos países de la región en los últimos meses. Simultáneamente, las monedas de la región se debilitaron en las últimas semanas.
17. En cuanto al comercio exterior colombiano, en julio las exportaciones totales en dólares registraron un incremento anual de 8,5%, lo cual se explica por las mayores ventas externas de los principales bienes de origen minero (6,6%), principales bienes de origen agrícola (25,5%) y del rubro de resto de exportaciones (9,2%). En el primer grupo se destaca los incrementos en los valores despachados de petróleo (7,1%) y carbón (20,6%), como resultado, principalmente, de los mayores volúmenes. En el segundo, sobresale el café (44,9%), explicado por incrementos en las cantidades y en los precios internacionales y las flores (31,2%). En el tercer grupo, se destaca el aumento en las exportaciones industriales (10%), especialmente de alimentos y bebidas, químicos, minerales no metálicos y vehículos.

18. Durante los primeros siete meses del año, el valor de las exportaciones en dólares cayó 2,6% con respecto al mismo período del año anterior. Esta dinámica se explica por la disminución en las ventas externas de los principales productos mineros (-2,9%) y del grupo resto de exportaciones (-7,8%). Dentro de las de origen minero, los mayores descensos fueron en derivados del petróleo (-25,3%) y oro (-40,1%); y en el caso del resto de bienes se destacan las disminuciones en los rubros de vehículos (-47%), otros bienes agrícolas (-41,4%) y otros bienes industriales (-15,4%). Por otro lado, las exportaciones de los principales bienes agrícolas crecieron 16,4% en términos anuales, por el aumento de café (21,6%), banano (20,6%) y flores (7,4%).
19. Por su parte, las importaciones totales CIF aumentaron 19% en julio frente al mismo mes del año anterior, dados los crecimientos de bienes de capital (29,7%), intermedios (10,7%), y de consumo (21%). En el primer caso, se observaron crecimientos en especial en equipo de transporte (73,3%) y bienes de capital para la industria (17,6%). Para los bienes intermedios, el principal incremento se registró en el rubro de combustibles y lubricantes (16,6%) y materias primas para la industria (7,6%). En el caso de los bienes de consumo, el mayor impulso se dio en los durables (30%).
20. En lo corrido del año hasta julio el valor total en dólares de las importaciones CIF creció 8% anual; comportamiento explicado por las mayores compras externas de bienes intermedios (12,7%), consumo (7,2%) y capital (2,6%). Dentro del primer grupo, los mayores crecimientos se registraron en combustibles y lubricantes (30%) y materias primas para la industria (7%). En cuanto a los bienes de consumo, aumentó de forma notoria el rubro de bienes durables (10,8%). En los de capital se observaron incrementos principalmente en los bienes destinados a la industria (6%) y partes y accesorios de equipo de transporte (21%).
21. Vale la pena mencionar que el cierre de la refinería de Cartagena se ha visto reflejado en menores exportaciones y mayores importaciones. Por lo 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. El crecimiento anual de la economía colombiana durante el segundo trimestre de 2014 fue 4,3%, cifra que representa una caída de 0,1% frente al nivel del primer trimestre. Esto se puede explicar por un menor número de días hábiles, choques de oferta (cierre de Reficar) y un efecto de base estadística.
23. Aunque la demanda interna se desaceleró (de 9,0% a 7,7% anual), continúa mostrando un dinamismo significativo y contribuye de manera importante a la expansión de la economía. Al desagregar por componentes, los rubros que más contribuyeron al crecimiento fueron: la inversión en construcción de obras civiles (17,8%) y el consumo del gobierno (6,5%), las cuales crecieron por encima de toda la economía. Se destaca que el consumo de los hogares mantuvo su ritmo de crecimiento (5,2%) similar al del trimestre anterior y por encima del promedio histórico (4,0%).
24. La demanda externa neta contribuyó negativamente al crecimiento y en mayor medida que el trimestre anterior. Aunque las importaciones en pesos reales se desaceleraron de manera importante, al pasar de 14,2% a 9,6%, las exportaciones se contrajeron 8,6% (frente a un crecimiento de 2,4% del primer trimestre).
25. Por ramas de actividad, los sectores que más crecieron durante el segundo trimestre de 2014 fueron la construcción (10,2%), el financiero (6,1%) y los servicios sociales, comunales y personales (5,8%). La industria (-1,4%) y la minería (-2,2%) presentaron retrocesos anuales. Por su parte, el PIB no transable, aunque registró una desaceleración, continuó expandiéndose por encima de la economía en su conjunto (de 7,3% pasó a 6,0%), mientras que el de transables se desaceleró en forma significativa (de 5,3% cayó a 1,7%). Al excluir la minería de este último, el PIB transable creció 2,7%.
26. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre de 2014 sugieren que la economía mantendría el ritmo de crecimiento en niveles similares a los observados en el trimestre anterior. Se espera, en el

escenario central, que el consumo del Gobierno y la inversión de obras civiles conserven un alto dinamismo.

27. Según la información de la Muestra Mensual de Comercio al por Menor (MMCM) del DANE, las ventas minoristas de los establecimientos comerciales se expandieron 5,2% en términos anuales durante julio (frente al 3,5% de junio y el 6,6% para el promedio de abril a junio). Al descontar el efecto de las ventas de vehículos automotores y motocicletas, las ventas crecieron 4,9% durante el mismo periodo.
28. La Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República indica que en julio las condiciones y expectativas de ventas de los comerciantes fueron favorables. El balance de las respuestas se ubicó por encima del promedio del segundo trimestre; dada la correlación que dicho indicador guarda con el consumo de los hogares, se esperaría un buen desempeño de este componente del PIB durante el tercer trimestre.
29. Con respecto a los indicadores de consumo de bienes durables, la MMCM reveló que en julio las ventas de vehículos crecieron 6,4% anual, luego de la caída de 4,0% del mes anterior (en el segundo trimestre crecieron 2,3%). Por su parte, con información a agosto, las cifras de ANDI-Fenalco-Econometría muestran un aumento anual de 17% en el número de unidades de automotores vendidas. Esta cifra representa una aceleración frente al registrado en el segundo trimestre (1,5%).
30. El índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo mostró un descenso en agosto frente a los niveles registrados en meses anteriores, aunque continúa situándose por encima de su promedio histórico desde 2001. La caída del indicador se explica principalmente por los cambios registrados en el índice de las expectativas de mediano y largo plazos de los consumidores (IEC) que retrocedió significativamente durante dicho mes. El índice de condiciones económicas (ICE) no registró cambios importantes.
31. Adicionalmente, la cartera de consumo de las familias mantuvo su ritmo de crecimiento en agosto (11,8% anual frente a 11,7% en el segundo trimestre). De igual manera, para el mismo mes, las tasas de

interés reales del crédito a los hogares (consumo e hipotecario) conservaron niveles similares a los del trimestre anterior.

32. Las variables del mercado laboral también brindan una perspectiva de un buen desempeño del consumo privado durante el tercer trimestre. Las tasas de desempleo para el total nacional y de las trece áreas mantuvieron en julio una tendencia decreciente. El empleo asalariado, que ha mostrado una alta correlación con el consumo privado, creció a buen ritmo en julio (4,6%).
33. Por el lado de la oferta, los pocos indicadores disponibles para el tercer trimestre de 2014 sugieren una mejora de la construcción, la producción de café, la demanda de energía y la industria. En el caso del comercio, en julio y agosto, además del dinamismo de las ventas al por menor antes mencionado, se destaca la mejor percepción actual que arroja la encuesta de Fedesarrollo. Por el contrario, las cifras relacionadas con la producción de petróleo mostraron un retroceso de la actividad.
34. En el caso de la construcción de edificaciones, en julio las licencias registraron una expansión importante (45,4%) y el acumulado de doce meses continúa mostrando crecimientos de alrededor de 13%. Por su parte, la producción y despachos de cemento subieron en julio 11,4% y 8,1%, respectivamente.
35. En cuanto a la industria, el índice de producción industrial sin trilla de café creció en términos anuales 1,6% en julio. La heterogeneidad en el comportamiento de los sectores se mantiene: mientras que en algunos se apreciaron importantes crecimientos (vehículos automotores (21,9%), molinería y almidones (8,6%), confecciones (15,0%), otros productos químicos (5,1%), y otros productos alimenticios (7,7%)). En otros, por el contrario, se observaron contracciones significativas, como en refinación del petróleo (-25,5%), maquinaria de uso especial (-49,2%) y actividades de edición e impresión (-16,0%). Es necesario advertir que el mal resultado para la refinación de petróleo obedece al cierre temporal de la refinería de Cartagena.
36. Con información a agosto, los indicadores líderes de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo, como los pedidos, las

existencias y las expectativas de producción de los industriales para los próximos tres meses mantuvieron niveles similares a los de julio. Esto sugeriría que la recuperación gradual que se observó en julio podría mantenerse en agosto.

37. La producción de café se ubicó en 1.151.000 sacos en agosto, 49,5% más que la del mismo mes del año anterior. Con ello el bimestre julio-agosto se expandió 34,7%. Esto implica una aceleración significativa respecto al segundo trimestre (0,4%). En lo corrido del año, la producción acumula 7,9 millones de sacos y una expansión anual de 17,6%.
38. En el mismo mes, la demanda de energía total aumentó 4,3% anualmente, aunque presentó una disminución respecto a julio. Sin embargo, la tendencia continúa siendo favorable. El componente regulado creció 5,6% y el no regulado se expandió 3,0%.
39. Por el contrario, la producción de petróleo se ubicó por debajo del millón de barriles diarios (990 mbd) en agosto. Esto implicó una contracción anual de 4,0%.
40. Dado todo lo anterior, para el año completo se mantiene el pronóstico de crecimiento entre 4,2% y 5,8%, con cifra más probable de 5,0%.

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

41. La inflación anual al consumidor aumentó en agosto y se situó en 3,02%, 13 puntos base (pb) por encima del resultado del mes anterior (**Cuadro 1**). Es la primera vez, desde octubre de 2012, que el indicador se sitúa por encima del punto medio del rango meta (3,0%). En términos de variaciones mensuales, el dato de agosto fue 0,20%, frente a unas expectativas promedio de los analistas del mercado de 0,12%.
42. La inflación básica también aumentó en agosto como lo sugiere el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, que

se situó en 2,70% frente a 2,58% de julio. Los cuatro indicadores se incrementaron, con el núcleo 20 retornando al 3,0% y presentando el nivel más alto y el IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos el más bajo (3,4%) (**Cuadro 1**). La inflación sin alimentos se situó en 2,8% aumentando 11 pb, mientras que la inflación sin alimentos ni regulados registró la menor alza (solo 4 pb) cerrando en cerca de 2,6%. Esto último, por cuanto las principales presiones se concentraron en alimentos y regulados.

43. Dentro del IPC sin alimentos, los regulados y en menor medida los no transables, ejercieron presiones alcistas. En el primer caso, los aumentos se concentraron en las tarifas de la energía eléctrica y del gas domiciliarios, pues los otros componentes (combustibles, transporte público y acueducto) no presentaron cambios de importancia. Así las cosas, la variación anual de los regulados se situó en 3,8%, su mayor nivel en 24 meses. Cabe señalar que a partir del segundo trimestre las tarifas de energía eléctrica comenzaron a presentar ajustes de cierta consideración. A agosto, la variación anual del IPC de energía fue de 9,2%.
44. Respecto a los precios de los no transables sin alimentos ni regulados, el aumento en agosto de su variación anual a 3,3% (**Cuadro 1**) se explica en gran parte por un efecto estadístico asociado con la fuerte caída en los precios de las boletas de fútbol el año pasado, fenómeno que no se repitió durante agosto de este año. A ello se sumó un aumento menor en el IPC de turismo. Un hecho importante dentro de esta sub canasta, que viene ocurriendo desde hace varios trimestres, es el descenso en el ritmo de ajuste de los arriendos. Para este mes presentaron una variación anual de 3,1%.
45. La variación anual de transables sin alimentos ni regulados no presentó cambios y se mantuvo en 1,6% (**Cuadro 1**). Los precios de vehículos, celulares, electrodomésticos y aparatos electrónicos continuaron cayendo, probablemente recogiendo de manera parcial y con rezago, los efectos de la apreciación del peso de meses anteriores. Sin embargo, otros precios como los de pasajes aéreos, artículos para el aseo del hogar y personal y periódicos, aumentaron más de lo que se venía observando en los meses anteriores. La nueva tendencia hacia la depreciación del peso observada a partir de finales

de julio, de llegar a sostenerse, debería generar nuevas alzas en esta sub canasta en lo que resta del año.

### Cuadro 1

#### Comportamiento de la inflación a agosto de 2014

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

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

46. Por su parte, la variación anual de alimentos continuó acelerándose según lo contemplado en informes anteriores. El dato de agosto fue 3,5%, el más alto desde octubre de 2012. En esta oportunidad las mayores presiones provinieron de la canasta de alimentos procesados, en especial por alzas registradas en los precios de la carne de res, leche, pollo y huevos. En el caso de la carne, desde mayo se han presentado aumentos de alguna consideración en sus precios, que estarían asociados con un menor sacrificio de ganado (con una caída de 8,4% en el segundo trimestre según el DANE). Por otro lado, de acuerdo con el gremio, la ganadería estaría entrando en una fase de retención que puede durar varios trimestres.

47. Los alimentos de origen importado (cereales y aceites, principalmente) y las comidas fuera del hogar no ejercieron presiones alcistas, como ha sido la norma en los últimos trimestres. En el caso de los precios de los alimentos perecederos, aunque se siguieron presentando aumentos en hortalizas y frutas, estos fueron compensados por reducciones importantes en el precio de la papa. Gracias a esto último, los alimentos perecederos han dejado de aportar a la aceleración de la inflación, algo que es probable que se

revierta a finales de año o comienzos de 2015, según el ciclo de producción de este producto.

48. En este entorno, las expectativas de inflación a finales de año aumentaron en forma leve según lo muestra la encuesta mensual realizada por el Banco a los analistas del mercado financiero. La encuesta de comienzos de septiembre muestra una inflación esperada de 3,4% para diciembre de 2014, frente a 3,3% de hace un mes. Para las expectativas a doce meses los cambios fueron mínimos, con una cifra ligeramente superior a 3,1%. Respecto a las expectativas a dos, tres y cinco años derivadas de la curva de rendimientos de los TES, no hubo cambios de importancia y estas continuaron oscilando en torno al 3,0%.
49. La variación anual del IPP aumentó 70 pb en agosto, situándose en 2,96%. Las alzas se originaron, tanto en los precios de productos agropecuarios producidos y consumidos en el país (carne, frutas, hortalizas), como en el total de bienes de origen importado. Esto último guarda relación con la depreciación del peso, pues en este caso, a diferencia de lo que ocurre con los precios al consumidor, la transmisión a los precios internos es rápida. Dado lo anterior, es probable que se estén presentando algunas alzas en los costos de producción no laboral, las cuales de todos modos siguen siendo moderadas y no deberían comprometer el cumplimiento de la meta de inflación para este año.
50. Respecto a los costos laborales, a julio los salarios de la industria y del comercio, y a agosto los de la construcción, mostraban ajustes de alrededor del 4,0%, compatibles con la meta de inflación. Además, las rebajas en los aportes de salud por parte de los empleadores en este año hace que los costos laborales aumenten aún menos desde el punto de vista de los empresarios. Por ello las presiones originadas en este frente han sido y seguirán siendo limitadas para lo que resta del año. Hacia 2015 la situación podría cambiar de mantenerse el descenso en la tasa de desempleo.