



# 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

AGOSTO DE 2016

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

1. Los datos disponibles sugieren que el crecimiento de los socios comerciales del país habría continuado siendo muy modesto, tal vez más de lo que se había previsto en el Informe trimestral anterior.
2. De la misma manera, la organización mundial del comercio espera un menor crecimiento del comercio a nivel mundial para el año 2016 y el 2017, respecto a sus proyecciones de abril.
3. En los Estados Unidos con corte a agosto, la tasa de desempleo se mantuvo en 4,9%; las cifras de creación de empleo permanecen relativamente altas. Sin embargo, las ventas al por menor, la producción industrial y la confianza empresarial no sugieren una aceleración de la actividad económica en ese mes, lo que apunta a un crecimiento para el segundo semestre menor que el contemplado en el Informe trimestral anterior.
4. En agosto la inflación básica se ubicó en 2,3% mientras que la total se mantiene cercana al 1%, por debajo del objetivo de la Reserva Federal (2%).
5. En este contexto, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por su sigla en inglés) en la sesión de septiembre dejó las tasas de interés inalteradas en el rango de 0,25% a 0,5%. Las tasas de los futuros de los títulos de corto plazo indican que la probabilidad de que la Fed mantenga inalterado el rango de tasas para diciembre es de 48%, mientras que la probabilidad de que lo sitúe en 0,5% a 0,75% es de 48,1%.
6. En cuanto a la zona del euro, el indicador mensual de ventas a julio y el índice de confianza del consumidor a septiembre sugieren un consumo que está ganando dinamismo. Sin embargo, el índice de producción industrial y el PMI manufacturero (con corte a julio y septiembre respectivamente) indican una producción industrial que aún mantiene un crecimiento muy lento. Por su parte en agosto la inflación anual se mantuvo estable en 0,2%, mientras que la inflación básica se ubicó en 0,8% (julio 0,9%). En este contexto, el Banco Central Europeo mantuvo sus medidas de estímulo monetario.
7. En China sigue dándose el proceso de transición gradual al modelo de crecimiento económico basado en el consumo de los hogares por lo que continúa la moderación en el crecimiento de la inversión. Si bien los datos se encuentran cercanos a las

metas de PIB del gobierno chino, existen temores frente a una desaceleración fuerte y una posible inestabilidad financiera.

8. En América Latina, las cifras disponibles de PIB del segundo trimestre son inferiores a las reportadas para el primer trimestre, a excepción de México y Brasil. En Ecuador, el dato a marzo muestra una profundización de la recesión. Para Venezuela, aunque no hay cifras recientes, se espera que continúe presentando tasas de crecimiento negativas. En relación con la inflación, en Chile y Perú se sostiene la tendencia a la baja.
9. En el mes de septiembre la volatilidad de los mercados financieros se mantuvo baja, al igual que las tasas de interés de los bonos de las economías desarrolladas. Los índices accionarios presentaron leves descensos durante el mes. Para América Latina los *credit default swaps* (CDS) tuvieron algunos incrementos, principalmente los de Brasil y México, mientras que las tasas de cambio permanecieron relativamente estables (excepto en México que se depreció).
10. En lo corrido de septiembre (hasta el 27) el precio del petróleo permaneció relativamente estable. Los inventarios han disminuido respecto a los niveles observados a principio del año, no obstante se mantienen en niveles altos. Respecto a la oferta, vale la pena mencionar que persisten los cortes en la producción en Libia y Nigeria.
11. Sin embargo, la OPEP en la reunión del 28 de septiembre llegó a un acuerdo preliminar para reducir la producción. Los detalles se concretarían en la reunión de noviembre.
12. Las cotizaciones de otros productos de exportación del país, como el carbón, el café y el níquel, siguen en niveles superiores a los de comienzos de año. En contraste, los alimentos importados como el maíz y el trigo tienen cotizaciones menores a los de los primeros meses de 2016. Con esto, el indicador de términos de intercambio de Colombia, aunque permanece en niveles bajos, habría continuado recuperándose.

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

13. En julio el valor en dólares de las exportaciones registró una caída anual de 27,3% debido al descenso generalizado en las ventas externas de todos los grupos de bienes. Los de origen minero (-19,9%) y el grupo resto (-37,3%) fueron los que más aportaron a la reducción. En lo corrido del año, las exportaciones han registrado una

disminución de 25,9%, a la cual han contribuido principalmente las ventas de bienes de origen minero (-34,9%) (**Cuadro 1**).

14. En lo corrido del año, el índice de precios de las exportaciones totales ha registrado una importante caída (-22,2%), mientras que el índice de cantidades ha disminuido de forma moderada (-5,0%). Esto muestra que el valor de las exportaciones continúa cayendo principalmente como consecuencia de reducciones en los precios, de las cuales la más significativa es la de los bienes de origen minero (-28,4% anual en el acumulado a julio).
15. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en agosto las exportaciones sin petróleo registraron un aumento anual de 18,4% (según esta fuente, en julio habían caído 27,3%).
16. En julio el valor en dólares de las importaciones CIF mostró una disminución anual de 32,5%, debido a reducciones en las compras externas de todos los grupos de bienes, siendo la más importante la de bienes de capital (-40,0%). En lo corrido del año, las importaciones han caído 22,7% (**Cuadro 2**).
17. En el periodo enero julio, el índice de precios de las importaciones totales ha registrado una caída de 14,2%, mientras que el índice de cantidades ha disminuido 9,9%. Lo anterior indicaría que las importaciones caen por un efecto conjunto de reducciones en precios y cantidades.
18. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en agosto las importaciones CIF registraron una caída anual de 5,6%.

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

<b>Julio 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>	-27.3%		
<b>Bienes de origen agrícola</b>	-34.0%	Café	-46.2%
		Banano	-32.5%
<b>Bienes de origen minero</b>	-19.9%	Petróleo crudo	-28.0%
		Carbón	-15.8%
<b>Resto de exportaciones*</b>	-37.3%	Productos químicos	-34.2%
		Alimentos, bebidas y tabaco sin café	-38.8%
<b>Acumulado Enero-Julio de 2016</b>			
<b>Total</b>	-25.9%		
<b>Bienes de origen agrícola</b>	-6.7%	Café	-17.3%
<b>Bienes de origen minero</b>	-34.9%	Petróleo crudo	-47.7%
		Carbón	-18.3%
<b>Resto de exportaciones</b>	-15.7%	Productos químicos	-19.2%
		Artes gráficas y editorial (papel, cartón y sus productos)	-37.1%

\* En este rubro todas las agrupaciones de destinos cayeron, destacándose las reducciones de 38,1% hacia ALADI sin Venezuela ni Ecuador, de 18,2% hacia los Estados Unidos y de 42,5% hacia el Resto del Mundo (sin EEUU, ALADI, Unión Europea y Asia).

Fuente: DANE

**Cuadro 2.** Comportamiento de las importaciones en dólares

<b>Julio 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>	-32.5%		
<b>Bienes de capital</b>	-40.0%	Equipo rodante de transporte	-69.4%
		Maquinaria industrial	-48.9%
<b>Materias primas</b>	-30.2%	Productos químicos y farmacéuticos	-25.5%
		Combustibles	-54.7%
<b>Bienes de consumo</b>	-25.4%	Vehículos de transporte particular	-33.4%
		Productos farmacéuticos y de tocador	-28.0%
<b>Acumulado Enero-Julio de 2016</b>			
<b>Total</b>	-22.7%		
<b>Bienes de capital</b>	-32.8%	Equipo rodante de transporte	-66.1%
		Maquinaria industrial	-28.9%
<b>Materias primas</b>	-17.3%	Combustibles	-29.3%
		Productos mineros (para la industria)	-22.4%
		Productos químicos y farmacéuticos	-14.6%
<b>Bienes de consumo</b>	-17.4%	Vehículos de transporte particular	-27.7%
		Productos farmacéuticos y de tocador	-11.3%

Fuente: DANE

19. Por otra parte, el déficit en la cuenta corriente del primer semestre de 2016 se ubicó en USD 6.284 millones (m), inferior en USD 3.233 m al de un año atrás. Como proporción del PIB, el déficit fue de 4,8%, inferior al 6,3% observado en la primera mitad de 2015. La reducción del déficit se explica por el menor balance deficitario de renta de los factores (USD 1,531 m) y comercio exterior de servicios (USD 814 m). A dicha caída también contribuyeron el menor déficit comercial de bienes (USD 506 m) y los mayores ingresos por transferencias (USD 383 m).
20. Respecto a la cuenta financiera, durante el mismo periodo se registraron entradas de capital extranjero por USD 13,451 m, de las cuales el 62% (USD 8,354 m) correspondió a IED, el 19% (USD 2,527 m) a colocaciones de bonos en los mercados internacionales, el 12% (USD 1,663 m) a la inversión de portafolio en el mercado local y el restante a préstamos y otros créditos externos. En el mismo periodo se estima que el país registró salidas de capital de residentes por USD 6.961 m. Estos recursos se destinaron mayoritariamente a la adquisición de activos financieros en el exterior.

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

21. Para el tercer trimestre de 2016 la información disponible sugiere que la economía colombiana continuó desacelerándose. En particular, los choques de oferta que sucedieron hacia finales de junio y a lo largo de todo julio en el sector transportador, habrían tenido efectos reales sobre otros rubros del PIB.
22. El consumo privado habría registrado desaceleraciones adicionales, al tiempo que la formación bruta de capital habría continuado contrayéndose. Las exportaciones reales se habrían expandido a un ritmo similar al del segundo trimestre, mientras que las importaciones habrían caído de manera importante, aún con el desempeño de los rubros de la demanda interna con mayor componente importado.
23. Según la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, en julio las ventas totales del comercio minorista (sin combustibles) cayeron 2,0% anual, cifra inferior a la expansión registrada para el agregado del segundo trimestre (1,2%). Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 3,2% anual. Aunque esto representa una aceleración frente a los registros de mayo (0,1%) y junio (0,4%), obedece a una baja base de comparación. Asimismo las ventas de

vehículos registraron una contracción anual de 26,5%, significativamente más profunda que la del segundo trimestre (-2,8%).

24. Las cifras de matrículas reportadas por el Comité Colombiano Automotor (CAC) para el bimestre julio-agosto presentan una caída de -19,8%, mayor que el -9,8% del segundo trimestre. Cabe señalar que agosto compensó en parte la fuerte caída de julio (-34,1%), ocasionada en alguna medida por el paro camionero.
25. En julio el balance de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República registró un nivel menor que el observado a lo largo del segundo trimestre de 2016.
26. Por el contrario en agosto el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se recuperó levemente frente a los niveles de los meses anteriores, aunque la serie sigue significativamente por debajo del promedio calculado desde noviembre de 2001.
27. En julio la tasa de desempleo mostró incrementos en todos los dominios geográficos, excepto en las áreas rurales. El aumento se explica porque en esta ocasión la tasa de ocupación cayó, mientras que la de participación se mantuvo estable. La serie desestacionalizada de ocupados presenta un estancamiento en el total nacional y en las trece áreas.
28. Por su parte, en agosto la cartera de los hogares en términos nominales registró un incremento similar al de los meses anteriores. No obstante, las tasas de intereses, tanto nominales como reales, continúan aumentando en el margen.
29. Con respecto a la formación bruta de capital distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles, en julio el balance de expectativas de inversión de la EMEE registró una leve disminución frente al mes anterior. Además, de acuerdo con la información a agosto del boletín de comercio exterior de la DIAN, las importaciones de bienes de capital (llevadas a pesos constantes) continuaron cayendo a un ritmo similar al del segundo trimestre.
30. Las cifras en dólares de comercio exterior del DANE (a julio) y del boletín de la DIAN (a agosto) convertidas a pesos constantes, sugieren que en el tercer trimestre habría continuado la corrección del déficit comercial. Esto, sobre todo, debido a una importante caída de las importaciones, congruente con lo previsto para la demanda de maquinaria y equipo, equipo de transporte y de bienes de consumo durables.



31. Por el lado de la oferta, los pocos indicadores disponibles para el tercer trimestre también muestran un deterioro de la actividad económica respecto a lo observado en el primer semestre del año.
32. En julio, de acuerdo con la Encuesta Mensual Manufacturera del DANE, la producción industrial mostró una importante contracción de 6,2%, cifra inferior a la esperada por el SGEE. Al excluir refinación, las manufacturas restantes disminuyeron 9,7%. La refinación aumentó 11,8%. En lo corrido del año, la industria creció a una tasa anual de 3,9% y al excluir refinación de 0,9%.
33. Además del efecto asociado con un menor número de días hábiles (2 festivos más respecto al mismo mes de 2015), según el DANE y la encuesta de opinión empresarial de la ANDI, el paro camionero (46 días) influyó de manera importante el desempeño sectorial. Los industriales señalaron problemas de escasez de conductores y de camiones, aumento en los costos de almacenamiento, en fletes de transporte y en los inventarios de productos terminados, entre otros factores.
34. En contraste y con información a agosto, el indicador de pedidos, existencias y las expectativas de producción a tres meses de la industria (Fedesarrollo) mostraron una mejoría frente a julio y frente al promedio del segundo trimestre. Además, la demanda de energía industrial tuvo un mejor desempeño (pasó de -11,1% en julio a +2,7% en agosto). Lo anterior, sugiere que luego del choque asociado al paro camionero la industria habría recuperado parte de la producción perdida en julio.
35. En el caso de la construcción, en julio la producción de cemento registró una significativa contracción de 17,6% y el acumulado de seis meses, una disminución de 4,1%. El componente tendencial muestra una pendiente decreciente. Algo similar ocurre con las licencias de construcción, las cuales mostraron un deterioro en julio al caer 29,4% (-34,2% en el área aprobada para los destinos no habitacionales y -27,4% en el área aprobada para vivienda).
36. En agosto la producción de petróleo se ubicó en 827 mil barriles diarios, lo que implicó una caída de 14,4% anual. Para el bimestre julio-agosto la disminución fue de 12,6% anual. En lo corrido del año, la extracción de crudo decrece 10,2%, más que lo esperado en el Informe trimestral anterior.
37. En agosto la producción de café se situó en 1.189.000 sacos, con una reducción de 5,9% anual. En el bimestre julio-agosto el retroceso es significativo (pasó de 2,0% en el segundo trimestre a -15,3%). En lo corrido del año, la caída sectorial fue 1,6%.

### III. Comportamiento de la inflación y precios

38. En agosto, la inflación anual al consumidor presentó un quiebre en la tendencia ascendente que traía desde hace varios trimestres, situándose en 8,10% anual (87 puntos base (pb) menos con respecto al registro del mes anterior) (**Cuadro 3**). La inflación año corrido ascendió a 5,31%, mientras que la variación mensual fue negativa (-0,32%) y menor que la pronosticada por el mercado en promedio (0,18%) y por la SGEE.

**Cuadro 3**

**Indicadores de precios al consumidor (IPC) y de inflación básica  
A agosto 2016**

Descripción	Ponderación						Participación	Participación
		dic-15	mar-16	jun-16	jul-16	ago-16	en porcentaje en la desaceleración del mes	en porcentaje en la aceleración del año corrido
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>6,77</b>	<b>7,98</b>	<b>8,60</b>	<b>8,97</b>	<b>8,10</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>71,79</b>	<b>5,17</b>	<b>6,20</b>	<b>6,31</b>	<b>6,26</b>	<b>6,10</b>	<b>13,72</b>	<b>48,27</b>
Transables	26,00	7,09	7,38	7,90	7,87	7,53	8,89	8,19
No transables	30,52	4,21	4,83	4,97	5,01	5,05	-0,69	19,20
Regulados	15,26	4,28	7,24	6,71	6,40	6,10	5,52	20,89
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>10,85</b>	<b>12,35</b>	<b>14,28</b>	<b>15,71</b>	<b>13,06</b>	<b>86,28</b>	<b>51,73</b>
Perecederos	3,88	26,03	27,09	34,94	39,27	21,27	87,22	-10,60
Procesados	16,26	9,62	10,83	12,09	13,33	13,07	3,99	42,18
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	7,53	8,11	8,50	9,00	-4,93	20,15
<b>Indicadores de inflación básica</b>								
Sin Alimentos		5,17	6,20	6,31	6,26	6,10		
Núcleo 20		5,22	6,48	6,82	7,03	7,07		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		5,93	6,57	6,77	6,92	6,97		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,91	6,20	6,22	6,10		
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>		<b>5,43</b>	<b>6,29</b>	<b>6,52</b>	<b>6,61</b>	<b>6,56</b>		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

39. La caída de la inflación anual en agosto se explica, principalmente por la disminución en los precios de los alimentos, en especial de los perecederos. También se presentaron descensos en las subcanastas de regulados y de transables (sin alimentos ni regulados).
40. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, disminuyó de 6,61% en julio a 6,56% en agosto. El comportamiento de los diversos indicadores fue mixto: aumentaron un poco el núcleo 20 (7,07%), el del mayor nivel, y el IPC sin alimentos perecederos, combustibles y servicios públicos (6,97%), mientras el IPC sin alimentos ni regulados (6,10%) se redujo, al igual que el IPC sin alimentos (6,10%).

41. Dentro del IPC sin alimentos, el componente no transable fue el único que aumentó levemente (de 5,01% en julio a 5,05% en agosto). En esta sub-canasta, la variación anual del IPC de arriendos subió ligeramente de 4,1% a 4,2%, y algo similar sucedió con los rubros más indexados que pasaron de 6,1% a 6,2%.
42. La variación anual del IPC de regulados (6,10%) volvió a disminuir (30 pb), lo cual fue posible gracias a un ajuste anual decreciente en los servicios públicos (10,6% frente a 11,9% en julio), explicado por las tarifas de acueducto (de 9,3% a 5,5%). La entrada en vigencia del nuevo marco tarifario el mes pasado, aunque generó alzas en julio para varias ciudades, hizo posible una disminución de las tarifas en Bogotá (-12,6% en agosto). En gas también se presentó un descenso en la variación anual (de 20,0% a 14,0%). Las tarifas de energía eléctrica ejercieron presiones alcistas, pues su variación anual aumentó (de 11,0% a 13,2%). Lo mismo sucedió con combustibles (cuya variación anual subió de -5,2% a -4,9%) y con el transporte público (que pasó de 5,0% a 5,5%). Para los próximos meses no se descartan descensos adicionales en las tarifas de gas debido a que la CREG podría obligar a las comercializadoras a rebajarlas por cuenta de que el aparente traslado de los sobrecostos de distribución a sus usuarios está por fuera del marco regulatorio. Por el contrario se espera un alza en el servicio de taxi en Bogotá.
43. Para los transables sin alimentos ni regulados la variación anual del IPC descendió por segundo mes consecutivo y se situó en 7,53% (7,87% en julio). La desaceleración de este indicador sugiere que los efectos de la depreciación acumulada se están empezando a diluir. A esto se suma el impacto que habría tenido el ajuste de la tasa de interés sobre la demanda.
44. El IPC de alimentos, que concentró la caída de la inflación anual al consumidor este mes, pasó de 15,71% en julio a 13,06% en agosto. Gran parte de este descenso se explica por la disminución de los precios de los alimentos perecederos, con una variación anual que pasó de 39,27% a 21,27%. Las reducciones más fuertes se dieron en la papa y en varias hortalizas (tomate, zanahoria y cebolla).
45. Para los alimentos procesados, la variación anual del IPC se redujo levemente entre julio (13,33%) y agosto (13,07%), por el menor ajuste del precio de la carne de res (de 24,4% a 23,2%). A pesar de ello, el precio de la carne aún exhibe niveles altos, principalmente por la continuación de la fase de retención ganadera que se extendería por algunos meses más, según lo informa el gremio ganadero.
46. Cabe señalar que el abastecimiento de alimentos aumentó considerablemente en agosto y lo corrido de septiembre, una vez se restableció el transporte de carga luego de finalizado el paro camionero el 22 de julio pasado. De acuerdo con información

preliminar obtenida a partir del Sipsa los precios de los alimentos habrían seguido cayendo en septiembre.

47. A pesar de los descensos en los en los precios de alimentos perecederos y procesados, en agosto la variación anual del IPC de las comidas fuera del hogar se situó en 9,0%, 50 pb más que el registro del mes anterior.
48. Por otra parte, las presiones alcistas de los costos no laborales se moderaron en agosto. La variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) se redujo de manera importante de 8,38% en julio a 4,89% en agosto. El descenso lo explica tanto el componente importado (pasó de 5,81% en julio a 0,53% en agosto), como el de los bienes producidos y consumidos localmente (de 9,51% en julio a 6,92%).
49. En cuanto a los costos laborales y con información a julio, el ajuste de salarios del comercio pasó de 6,9% en el segundo trimestre a 7,5%. Por el contrario, el de la industria disminuyó de 6,5% a 5,0%. Con información a agosto los salarios de la construcción pesada y de vivienda se mantuvieron relativamente estables.
50. Las expectativas de inflación para diciembre de 2016 obtenidas de la encuesta mensual a analistas financieros, y recogidas a comienzos de septiembre, disminuyeron de 6,77% en agosto a 6,26% en septiembre, las de 12 meses de 4,55% a 4,35% y las de 24 meses de 3,72% a 3,61%. Por último, en promedio para lo corrido de septiembre (hasta el 28) frente a los datos promedio de agosto, las inflaciones implícitas (Breakeven Inflation, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron 78, 62 y 43 pb. para los plazos a 2, 3 y 5 años, y se ubicaron en 3,57%, 3,45% y 3,37%, respectivamente.