Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 18 de diciembre de 2015

El 18 de diciembre de 2015 se llevó a cabo en la ciudad de Bogotá D. C. la reunión ordinaria de la Junta Directiva del Banco de la República con la presencia del ministro de Hacienda y Crédito Público, Mauricio Cárdenas Santamaría; el gerente general, José Darío Uribe Escobar, y los directores, Carlos Gustavo Cano Sanz, Ana Fernanda Maiguashca Olano, Adolfo Meisel Roca, César Vallejo Mejía y Juan Pablo Zárate Perdomo.

A continuación se presenta una síntesis de la visión del equipo técnico del Banco de la República sobre la situación macroeconómica (sección 1) y posteriormente se reseñan las principales discusiones de política consideradas por la Junta Directiva (sección 2).

Un mayor detalle de la situación macroeconómica elaborada por el equipo técnico del Banco de la República se presentará en el *Informe de Política Monetaria* de noviembre de 2015 y en el anexo estadístico[1].

1. Contexto macroeconómico

i) La Reserva Federal de los Estados Unidos decidió incrementar su tasa de referencia en 25 puntos básicos (pb) en su reunión del 16 de diciembre, tal como lo esperaban el mercado y la SGEE. En su comunicado, el FOMC resaltó las mejoras que ha mostrado el mercado laboral y sugiere alzas graduales de la tasa de interés durante 2016. La información disponible para el cuarto trimestre indica que la economía estadounidense mantendría su dinamismo, impulsada por la fortaleza de

[1] Nota de la coordinadora editorial: véase el anexo al final de estas minutas.

la demanda interna, en particular del consumo.

ii) A pesar del buen comportamiento de la economía estadounidense, la demanda mundial se mantiene débil. En la zona del euro la actividad económica sigue con una recuperación muy lenta. En China, la información disponible apunta a que su economía habría dejado de desacelerarse pero tendría un bajo dinamismo. En América Latina, el PIB del tercer trimestre mostró una profundización de la recesión en Brasil y un desempeño mediocre en Chile y Perú.

iii) En las últimas semanas el precio del petróleo volvió a caer significativamente, y se ubica, en lo corrido de diciembre (al día 15), 9,9% por debajo de lo observado en noviembre. Hacia adelante no se descarta que pueda haber reducciones adicionales en la cotización internacional del crudo. Las primas de riesgo de los países de América Latina también se incrementaron y para Brasil y Colombia se ubicaron en los niveles más altos desde 2009.

iv) Además del petróleo, los precios internacionales de otros bienes básicos exportados por la región y particularmente por Colombia, se mantienen bajos. Con esto, los términos de intercambio del país estarían registrando un mayor deterioro.

v) La caída del precio del petróleo, el incremento en la prima de riesgo y la expectativa del incremento de la tasa de referencia de la Reserva Federal, explicarían gran parte de la fuerte depreciación del peso colombiano, que ha conducido a la TRM a los máximos históricos. Las monedas de la región también se depreciaron pero en menor magnitud.

vi) Para Colombia, las cifras de comercio exterior con corte a octubre muestran unas exportaciones en dólares que siguen cayendo, principalmente por cuenta del efecto de los menores precios.

vii) El PIB del tercer trimestre creció 3,2% anual, más que lo esperado por el equipo técnico. La demanda interna creció 2,8%, similar al registro del segundo trimestre. El consumo total se aceleró frente al trimestre anterior, mientras que el crecimiento de la formación bruta de capital fue igual. Las exportaciones netas tuvieron un aporte negativo al crecimiento. Por el lado de la oferta, todos los sectores, excepto la minería y la construcción de edificaciones, mostraron crecimientos. Las cifras disponibles para el cuarto trimestre aún son escasas pero apuntan a que se mantendría el dinamismo observado entre julio y septiembre.

viii) El crédito total se ha desacelerado, pero se sigue expandiendo a tasas superiores que el PIB nominal. La cartera comercial mantiene sus tasas de crecimiento, mientras que el ritmo de aumento de la de los hogares ha disminuido. Las tasas reales de interés de crédito han frenado su descenso y se ubican por debajo del promedio calculado desde el 2000.

ix) En el mercado laboral con datos a octubre, las series desestacionalizadas muestran un aumento en la tasa de desempleo en los últimos meses por cuenta de una desaceleración del empleo.

x) Dado todo lo anterior, el equipo técnico redujo la amplitud del rango de pronóstico de crecimiento para todo el año. La expansión de la economía se ubicaría entre 2,8% y 3,2%, con una cifra más probable de 3%.

xi) En cuanto a la inflación anual al consumidor,

en noviembre se ubicó en 6,39%, por encima de las proyecciones de los analistas y de la SGEE. En lo corrido del año acumula 6,11% frente 3,38% del mismo periodo de 2014. Todos los indicadores de inflación básica se sitúan por encima de 5%.

xii) Tanto en el mes como en lo corrido del año, la aceleración en la inflación se explica por el comportamiento de los precios de los alimentos (9,81%) y de los transables sin alimentos ni regulados (6,92%).

xiii) Las medidas de expectativas de inflación obtenidas a partir de la encuesta aplicada a analistas financieros aumentaron en el último mes y se ubicaron en 6,67%, 4,63% y 3,83%, para finales de 2015, 2016 y 2017 respectivamente. En lo corrido de diciembre hasta el día 15, las expectativas de inflación que surgen de los TES con plazo a dos años se mantuvieron estables, y a tres y cinco años disminuyeron levemente. Estas últimas se ubican en niveles similares o superiores a 4,5%.

xiv) Hacia adelante, los efectos adversos del fenómeno de El Niño, el traspaso de la depreciación del peso hacia los precios internos, y la activación de algunos mecanismos de indexación, podrían mantener la inflación en niveles altos en la primera mitad de 2016. Se espera que en el segundo semestre del siguiente año estos choques transitorios se diluyan. Lo anterior, junto con las acciones de política monetaria, debería conducir a la inflación a la meta en un horizonte de dos años.

En síntesis, incrementos mayores que los esperados en los precios de los alimentos y aumentos adicionales de la tasa de cambio, relacionados en buena parte con la caída del precio del petróleo, ejercen nuevas presiones sobre la inflación. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación se mantienen altas y el riesgo de una desaceleración de la demanda interna, más allá de lo coherente con la caída registrada del ingreso nacional, se ha moderado.

2. Discusión y opciones de política

Los miembros de la Junta resaltaron el incremento en todos los indicadores de inflación (total y básicas); el dinamismo de la demanda interna, a pesar del efecto negativo de la caída en los precios del petróleo sobre el ingreso nacional, y la reciente revisión al alza de la proyección del crecimiento en 2015 realizada por el equipo técnico del Banco. Asimismo, señalaron que tanto las encuestas como los modelos del Banco sugieren unas expectativas de inflación de mediano plazo desviadas del objetivo fijado por la Junta. En cuanto al déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, los datos disponibles no muestran signos de corrección, aumentando la percepción de riesgo macroeconómico de la economía colombiana.

La mayoría de los miembros de la Junta, teniendo en cuenta la dinámica de la demanda interna, los factores de inflación y el nivel del déficit en cuenta corriente, considera que es necesario un incremento en la tasa de interés de 25 pb y la reiteración del mensaje de que nos encontramos en una senda de endurecimiento de la política monetaria. Una senda de incrementos como la anunciada es conveniente ya que fortalece la señal del compromiso de la Junta con los objetivos inflacionarios, permite calibrar mejor la respuesta óptima ante los nuevos choques externos y hace más predecible para el mercado los movimientos de la Junta, mejorando así la transmisión de la política monetaria. La duración de esa senda será la necesaria para que la inflación converja a su meta en 2017.

Los demás miembros de la Junta consideran que

en la economía colombiana se estarían activando fuertes mecanismos de indexación y que ha aumentado la probabilidad de efectos adicionales de los choques de oferta sobre la inflación. En particular, del traslado de la devaluación a los precios al consumidor y del impacto del fenómeno de El Niño sobre los precios de los alimentos y de la energía. Estos choques muy probablemente traerán, durante el primer semestre de 2016, incrementos adicionales en la inflación, afectando sus expectativas y reduciendo la tasa de interés real. En un contexto de alto déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que refleja un exceso de gasto sobre ingreso, los efectos adicionales de los choques de oferta refuerzan la necesidad de actuar ahora con un incremento de la tasa de interés de 50 pb. Incrementos menores podrían ser insuficientes para anclar las expectativas de inflación a la meta y fortalecer la credibilidad en la política monetaria, haciendo más lenta y difícil la convergencia de la inflación a la meta y requiriendo incrementos de la tasa de interés en el futuro que podrían coincidir con una desaceleración pronunciada del gasto y el producto.

3. Decisión de política

La Junta Directiva por mayoría decidió incrementar la tasa de interés de intervención en 25 pb y la situó en 5,75%.

Minutas publicadas
en Bogotá D. C.,
el 30 de diciembre de 2015.

anexos

Anexo 1

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. En diciembre los términos de intercambio de Colombia habrían tenido una reducción adicional, como consecuencia, principalmente de una caída del precio internacional del petróleo. La cotización del crudo Brent bajó 9,9% en lo corrido del mes (al 15 de diciembre) en promedio respecto a lo observado en noviembre. Esta reducción se explica, en gran parte, por la decisión de los países de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de no restringir su producción, por la fortaleza del dólar y por los pronósticos por parte de algunas agencias especializadas de que el exceso de oferta continuaría durante todo 2016. Adicionalmente, existe una elevada cantidad de inventarios de crudo a nivel mundial.
2. Las cotizaciones del níquel y de otros metales exportados por algunos países de la región no presentaron cambios significativos en las últimas semanas y permanecen en los bajos niveles que alcanzaron a finales del mes anterior. Entretanto, el precio internacional del café, si bien mostró algunos incrementos respecto al mes anterior, se mantiene en niveles relativamente bajos frente a lo observado el año pasado.
3. Los registros más recientes de la actividad económica confirman el bajo crecimiento de la mayoría de los principales socios comerciales de Colombia para 2015 (0,7%) con respecto a lo observado el año anterior (1,5%).
4. En los Estados Unidos las cifras a noviembre de las ventas al detal y de confianza del consumidor continuaron en niveles relativamente altos y sugieren que los factores determinantes del consumo privado continúan siendo favorables, por lo que la demanda interna sigue consolidándose como el principal motor de crecimiento de la economía estadounidense. En contraste, la producción industrial se habría contraído. En el mercado laboral, los registros de creación de empleo de noviembre fueron altos, con lo que la tasa de desempleo se mantuvo en 5,0%. Con respecto a la variación anual de los precios, se observaron algunos incrementos en el indicador de inflación básica (de 1,9% a 2,0%) y en el de inflación total, aunque esta última continúa en niveles bajos (0,5%).
5. En este contexto, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal (Fed) incrementó su tasa de referencia en 25 puntos base por primera vez desde la crisis financiera de 2008 y la ubicó en un rango entre 0,25% y 0,50%. Adicionalmente sugirieron que continuarían con alzas graduales durante 2016.
6. En la zona del euro, los indicadores preliminares de confianza y de las encuestas industriales de diciembre, sugieren que la economía habría continuado expandiéndose a un ritmo modesto. Con respecto a la variación de los precios, en noviembre el indicador de inflación

anual total permaneció estable en 0,1%, mientras que el indicador de inflación básica se redujo moderadamente y se ubicó en 0,9%. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) decidió aumentar su estímulo monetario extendiendo el vencimiento de su programa de compra de activos financieros y reduciendo la tasa de depósitos.

7. En China, los indicadores a noviembre de producción industrial y de ventas al detal muestran un mejor dinamismo de la actividad real frente a lo observado a comienzos de año. En contraste, la inversión en activos fijos continuó moderándose. Por su parte, la inflación anual en noviembre se mantuvo en niveles bajos (1,5%). Por otra parte, el banco central de China anunció que usaría una canasta de monedas como referencia para fijar la tasa de cambio del yuan, lo cual resultó en una depreciación de esta moneda frente al dólar estadounidense en los últimos días.
8. En América Latina, los registros de crecimiento del PIB del tercer trimestre para Brasil muestran una profundización de su recesión. Si bien todos los componentes de la demanda interna presentaron contracciones, la inversión es el rubro que mostró la mayor caída. Las cifras de actividad real para octubre de Chile y Perú, indican que estas economías habrían seguido mostrando un dinamismo menor al observado en años anteriores.
9. Los registros de inflación a octubre en las economías de América Latina evidencian un comportamiento heterogéneo entre países. En Chile se moderó ligeramente y se ubicó dentro de la parte superior del rango meta de su banco central. En México se redujo nuevamente y sigue por debajo del 3%. En contraste, la variación anual de los precios en Perú subió y continuó muy por encima del rango meta de su autoridad monetaria, lo cual propició un incremento en su tasa de referencia. Por su parte, la inflación en Brasil sigue elevada y con una marcada tendencia creciente.
10. En cuanto a los mercados financieros internacionales, las perspectivas de un incremento de la tasa de interés por parte de la Fed habría explicado gran parte del aumento que se ha observado en la volatilidad financiera en los últimos días. Adicionalmente, se presentó un fortalecimiento del dólar estadounidense frente a la mayoría de monedas del mundo y menores valores promedio de los índices accionarios en lo corrido del mes frente a lo observado en noviembre. Esta reducción estuvo concentrada en las empresas energéticas y en aquellas calificadas como riesgosas (*high yield corporations*).
11. En el caso de América Latina, las primas de riesgo se han incrementado en lo corrido del mes y, para el caso de Brasil y Colombia, continúan en los niveles más altos desde 2009. Por su parte, las monedas de la región retomaron su tendencia a debilitarse frente al dólar. Este comportamiento ha sido especialmente marcado en el caso del peso colombiano, el cual registró una depreciación de 8,1% al pasar de un valor promedio de COP 3.009 por dólar en noviembre a COP 3.257 por dólar en lo corrido de diciembre al 15.

Exportaciones e importaciones

12. Las exportaciones totales en dólares registraron

una caída anual de 36,9% en octubre, explicada por un descenso en el valor exportado de los bienes de origen minero (-48,1%), de los de origen agrícola (-13%) y del resto de exportaciones (-15,6%). La caída en el rubro de bienes mineros se asocia en mayor grado a las menores exportaciones de crudo (-45,7%) y carbón (-55,7%). Por su parte, en el grupo de exportaciones de bienes agrícolas, se registró una disminución en las exportaciones de café (-29,2%) y flores (-17%).

13. Dentro del resto de exportaciones se destacan las disminuciones en artes gráficas (-35,9%), productos textiles (-30,6%) y manufacturas de cuero (-40,1%). Por destinos, se notan las caídas de 46,6% hacia Venezuela, 37,4% hacia Ecuador, 7,7% hacia los Estados Unidos y 18,4% al resto de destinos. En contraste, se registró un aumento en las ventas externas de este rubro hacia la Unión Europea (62,5%).
14. En el acumulado del año a octubre las exportaciones totales cayeron 35,1%. Esta caída se explica por las exportaciones de bienes de origen minero (-46,8%) y del resto de productos (-10,8%). Las de bienes de origen agrícola tuvieron un crecimiento de 1,1% en dicho periodo. La variación negativa de las ventas externas de bienes de origen minero se debió en gran parte al menor valor exportado de crudo (-50%), refinados (-59,1%) y carbón (-33,3%). Dentro del resto de exportaciones, se destacan las caídas en artes gráficas (-17,2%), manufacturas de cuero (-12,5%) y maquinaria y equipo (-13,4%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola crecieron levemente gracias al aumento registrado en café (8%).

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

15. Según la información más reciente publicada por el DANE, la economía colombiana creció 3,2% en términos anuales durante el tercer trimestre de 2015. Esta cifra, que significó una aceleración frente a los registros de la primera mitad del año, se ubicó en la parte superior del intervalo de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (2,3% y 3,5%, con 2,9% como más probable). Respecto al trimestre inmediatamente anterior el PIB creció 1,2%, que corresponde a una tasa anualizada de 5,1%.
16. Por su parte, la demanda interna se expandió 2,8% durante el periodo julio-septiembre (Cuadro 1). Este resultado se explica principalmente por el comportamiento del consumo de los hogares (3,8%). No obstante, es importante mencionar que el gasto realizado para los bienes durables mostró una contracción de 4,6%, que fue contrarrestada por el dinamismo del gasto en bienes semidurables (4,1%) y de servicios (4,6%). En el caso de la formación bruta de capital, que creció 1,0%, se observó una gran disparidad en sus componentes. Respecto al comercio exterior, las exportaciones presentaron un retroceso de 0,7% y las importaciones un incremento de 0,6%.
17. Por el lado de la oferta (Cuadro 2), las actividades de comercio (4,8%), agricultura (4,5%) y servicios financieros (4,3%) fueron las más dinámicas. La minería registró una contracción anual de 1,1%.
18. Los pocos indicadores disponibles para el cuarto trimestre muestran

Cuadro 1
(porcentaje)

	2014				2014	2015		
	I. trim	II. trim	III. trim	IV. trim	Año completo	I. trim	II. trim	III. trim
Consumo total	5,2	4,4	4,3	5,0	4,7	3,7	3,0	3,4
Consumo de hogares	4,1	3,8	4,1	5,4	4,3	4,1	3,5	3,8
Bienes no durables	3,6	3,0	3,9	4,8	3,8	3,9	3,6	3,9
Bienes semidurables	3,8	4,0	3,2	7,5	4,6	3,8	2,3	4,1
Bienes durables	4,2	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,1	4,6
Servicios	4,8	5,1	8,2	12,7	7,6	3,2	(0,2)	(4,6)
Consumo final del Gobierno	9,4	6,7	5,3	3,8	6,2	2,2	1,8	2,7
Formación bruta de capital	14,7	13,8	10,1	8,5	11,7	6,5	1,0	1,0
Formación bruta de capital fijo	13,3	8,6	11,8	10,1	10,9	6,0	1,8	(0,4)
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,1	3,0	4,5	7,8	4,6	(2,0)	(1,2)	(1,0)
Maquinaria y equipo	14,4	7,8	14,6	12,2	12,2	1,6	(5,2)	(1,7)
Equipo de transporte	5,2	11,1	14,9	16,6	12,1	30,3	(8,9)	(4,9)
Construcción y edificaciones	7,1	1,2	15,4	7,4	7,8	2,3	9,4	(7,4)
Obras civiles	25,8	13,6	6,7	3,6	12,1	6,7	8,1	8,5
Servicios	5,7	1,5	5,6	1,2	3,5	1,7	(0,6)	1,1
Demanda interna	7,7	6,1	5,8	5,8	6,3	4,3	2,9	2,8
Exportaciones totales	2,4	(11,7)	4,3	(0,4)	(1,7)	2,3	(0,8)	(0,7)
Importaciones totales	8,8	5,3	8,3	14,2	9,2	9,2	(0,9)	0,6
Producto interno bruto	6,5	4,1	4,2	3,4	4,6	2,8	3,0	3,2

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

Rama de actividad	2014				2014	2015		
	I. trim	II. trim	III. trim	IV. trim	Año completo	I. trim	II. trim	III. trim
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	6,2	0,3	1,9	0,8	2,3	1,7	2,6	4,5
Explotación de minas y canteras	5,4	(2,3)	(1,0)	(2,7)	(0,2)	0,5	4,3	(1,1)
Industria manufacturera	4,6	(1,6)	(1,2)	(0,5)	0,2	(1,8)	(0,7)	2,5
Electricidad, gas y agua	4,6	3,8	3,9	2,9	3,8	2,3	1,7	3,7
Construcción	14,0	8,6	11,1	6,0	9,9	4,7	8,6	0,8
Edificaciones	7,0	0,8	14,4	7,2	7,4	2,0	8,9	(8,1)
Obras civiles	24,4	14,7	6,8	4,2	12,0	6,7	8,4	8,5
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,4	4,2	4,3	4,4	4,6	5,1	4,0	4,8
Transporte, almacenamiento y comunicación	4,8	4,4	4,2	3,2	4,2	2,9	0,5	1,8
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	5,4	5,5	4,5	4,1	4,9	4,3	3,7	4,3
Servicios sociales, comunales y personales	7,7	5,6	4,9	3,8	5,5	2,7	2,5	3,1
Subtotal valor agregado	6,6	3,8	4,0	3,1	4,4	2,7	3,0	3,1
Impuestos menos subsidios	7,5	8,5	7,5	8,0	7,8	4,1	3,1	3,3
Producto interno bruto	6,5	4,2	4,2	3,4	4,6	2,8	3,0	3,2

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República

resultados mixtos, pero sugieren que la economía habría seguido creciendo a un ritmo similar al de los dos trimestres anteriores.

19. En primer lugar, el comportamiento de las ventas sin vehículos y de la confianza sugieren que el desempeño del consumo de los hogares se mantendría. Según los resultados a octubre de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del DANE, las ventas minoristas totales mostraron una desaceleración importante al crecer 0,1%, explicada principalmente por la caída en las ventas de vehículos (-27,2%). Al excluirlos, las ventas reportaron una expansión de 5,7%. Los componentes tendenciales de las ventas totales y de las sin vehículos muestran una pendiente positiva e indican que el buen comportamiento del sector continuaría.
20. En el mercado laboral, con información a octubre, se observa un quiebre en la tendencia descendente de la tasa de desempleo (TD). Sus incrementos se han consolidado en una leve tendencia ascendente, aun al controlar por efectos estacionales. El incremento de la TD se explica por la desaceleración del empleo, que es más marcada en las áreas urbanas y en los no asalariados. La información disponible sugiere que los ajustes salariales nominales se mantienen estables.
21. Por otra parte, en noviembre de 2015 el indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo se mantuvo en niveles similares a los observados en octubre. El indicador continúa por debajo del promedio calculado desde 2001. En este mes los índices de condiciones económicas y de expectativas no registraron cambios importantes.
22. Por el lado de la oferta se observaron resultados dispares. El PIB del comercio continuaría mostrando un buen dinamismo, según lo sugieren las ventas al por menor ya analizadas. Asimismo, la producción de café ha sostenido una expansión anual por encima de las metas de los gremios y del escenario central de pronóstico del Banco.
23. En contraste, en octubre y noviembre la expansión de la producción petrolera y de carbón fue mediocre. La producción de petróleo se ubicó por debajo del millón de barriles (987,000 barriles diarios), lo que implicó una contracción anual de 1,5%. En el bimestre octubre-noviembre la producción cayó 0,9%. De acuerdo con la información suministrada por Ecopetrol, el fenómeno de El Niño ha afectado el transporte del crudo por vías fluviales a través de barcazas durante el cuarto trimestre del año. Por su parte, la producción de carbón cayó 1,5% en el año corrido a octubre según la Asociación Colombiana de Minería. El gremio indicó que se alcanzaría una producción de carbón entre 78,5 y 80,5 millones de toneladas, nivel que estaría por debajo del observado un año atrás (80,7 millones de toneladas). Cabe señalar que la ACM agrupa la información del 92% de la producción nacional.
24. La industria, por su parte, se expandió a tasas menores que las esperadas. En particular, las cifras publicadas por el DANE para el mes de octubre reportan un aumento anual de 1,3%, cifra menor a la prevista por la SGEE. Al excluir la refinación de petróleo, las manufacturas restantes se expandieron 2,6%. En lo corrido del año la industria total y sin refinación crecieron 0,2% y 1,3%, respectivamente. Así, la subrama de

refinación de petróleo cayó 5,2%. Cabe señalar que el impacto de la apertura de Reficar sería en noviembre y diciembre, y la incertidumbre sobre su impacto final es alta.

25. Por otra parte, es incierto el comportamiento que pueda tener la construcción de edificaciones luego de la caída sorpresiva de 8,1% en el tercer trimestre.

26. La escasa información disponible para el cuarto trimestre sugiere que el PIB se expandiría a una tasa similar a la observada en el tercer trimestre de 2015. Lo anterior junto con la subestimación en la proyección del PIB para el tercer trimestre, permite prever que el producto mostraría un crecimiento anual más probable, para todo 2015, de 3,0%. No obstante, cabe señalar que existe gran incertidumbre sobre el desempeño de la construcción de edificaciones y el impacto final de la reapertura de Reficar. Dado lo anterior, el rango que puede acompañar el pronóstico central es entre 2,8% y 3,2%.

III. Comportamiento de la inflación y precios

27. En noviembre, la inflación anual al consumidor continuó aumentando a un ritmo importante y superior al previsto por los analistas del mercado y por la SGEE (Cuadro 3). En este mes el resultado fue 6,39% frente a 5,89% del mes anterior. Para el año corrido, el aumento acumulado del IPC asciende a 6,11%, muy por encima de la cifra registrada en igual período del año pasado (3,38%). La variación del mes ascendió a 0,60%, significativamente mayor que lo previsto por el mercado (0,39%) y por el equipo técnico del Banco de la República.

28. Las principales presiones alcistas nuevamente se concentraron en los precios de los alimentos y de los transables (sin alimentos ni regulados).

29. La inflación básica también mantuvo una tendencia ascendente en noviembre. El promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco alcanzó una cifra de 5,40%, la mayor desde febrero de 2009 y 29 puntos base por encima del registro del mes anterior. Con esto el promedio de los indicadores completó catorce meses de aumentos consecutivos. Los cuatro indicadores aumentaron en esta oportunidad, con el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos exhibiendo nuevamente el mayor nivel (5,85%) y el IPC sin alimentos el menor (5,05%) (Cuadro 3).

30. De las tres subcanastas en que se descompone el IPC sin alimentos, el mayor aumento se registró en la de transables. Aunque este comportamiento se esperaba dada la fuerte depreciación acumulada al último mes, el incremento superó las previsiones de la SGEE. El resultado para noviembre de la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados fue 6,92%, con un aumento de 50 pb frente al mes anterior. Hoy en día, la elasticidad de la transmisión de la depreciación del peso al IPC transable sin alimentos ni regulados ha sido cercana al 12%, superando la de los dos períodos de depreciación inmediatamente anteriores (2006 con 10% y 2009 con 6%) pero menor que la observada en 2003 (con 32%). Es importante anotar que, en anteriores estudios, se ha estimado el traspaso de la tasa de cambio a la inflación total alrededor de 4,0%.

31. En los últimos meses, la gran mayoría de ítems que componen esta

Cuadro 3
Comportamiento de la inflación a noviembre de 2015

Descripción	Ponderación	dic-13	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	oct-15	nov-15	Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la aceleración del año corrido
Total	**100,00**	**1,94**	**3,66**	**4,56**	**4,42**	**5,35**	**5,89**	**6,39**	**100,00**	**100,00**
Sin alimentos	**71,79**	**2,36**	**3,26**	**3,46**	**3,72**	**4,58**	**4,75**	**5,05**	**43,48**	**46,58**
Transables	26,00	1,40	2,06	3,46	4,17	5,90	6,42	6,92	23,58	41,43
No transables	30,52	3,76	3,38	3,56	3,98	4,27	4,34	4,39	2,92	11,71
Regulados	15,26	1,05	4,84	3,25	2,55	3,30	3,14	3,66	16,98	(6,56)
Alimentos	**28,21**	**0,86**	**4,69**	**7,37**	**6,20**	**7,30**	**8,80**	**9,81**	**56,52**	**53,42**
Perecederos	3,88	(0,16)	46,74	21,57	10,73	14,95	21,54	23,31	13,56	12,94
Procesados	16,26	(0,24)	2,54	5,99	6,00	6,71	7,39	8,56	36,09	33,55
Comidas fuera del hogar	8,07	3,26	3,51	3,59	4,45	4,73	5,28	5,67	6,87	6,93
Indicadores de inflación básica										
Sin alimentos		2,36	3,26	3,46	3,72	4,58	4,75	5,05		
Núcleo 20		2,72	3,42	3,70	4,24	4,73	4,94	5,23		
IPC sin perecederos, ni comb. ni servicios públicos		2,19	2,76	3,95	4,54	5,28	5,54	5,85		
Inflación sin alimentos ni regulados		2,74	2,81	3,52	4,06	4,95	5,21	5,45		
Promedio indicadores inflación básica		**2,51**	**3,06**	**3,65**	**4,14**	**4,89**	**5,11**	**5,40**		

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

canasta han registrado alzas en sus precios frente a los meses anteriores. En particular, en noviembre los aumentos más importantes se presentaron en artículos escolares en general, productos relacionados con el cuidado personal, vehículos y bienes relacionados con su uso, y joyería, entre otros.

32. La variación anual de los no transables sin alimentos ni regulados igualmente aumentó, pero en menor medida que la de transables y menos de lo que se observó en meses anteriores. El dato para noviembre fue 4,39%, 5 pb más que la cifra de octubre (Cuadro 3). Arriendos, en particular, se mantuvo estable en 3,7%. Por su parte, la variación anual del grupo más sensible al tipo de cambio dentro de esta subcanasta, aumentó y se situó en 5,4%. Los precios de servicios como los de salud, educación, corte de pelo y otros continúan ascendiendo, y en su mayoría se ajustan a tasas anuales superiores al 4,0%. Las estimaciones de la SGEE de brecha del producto sugieren que las presiones de demanda son escasas. Sin embargo, es posible que estos

precios estén siendo afectados por la activación de diversos mecanismos de indexación.

33. Por su parte, la variación anual del IPC de regulados aumentó de 3,14% en octubre a 3,66% en noviembre. En este mes se presentaron alzas de importancia en las tarifas de acueducto y de energía eléctrica. En el primer caso, esto obedece al hecho de que se acumuló un aumento de la inflación total al consumidor de 3 puntos porcentuales desde la última vez en que estas tarifas habían sido reajustadas. En estas circunstancias, el regulador autoriza una revisión de tarifas. En años anteriores, con una inflación al consumidor más baja, los reajustes se daban a lo sumo una vez al año. En el caso de la energía, los incrementos podrían estar relacionados con la fuerte alza que desde hace algunos meses se reportó en el precio en bolsa debido a la presencia del fenómeno de El Niño. Al igual que en meses anteriores, en noviembre los incrementos en las tarifas de servicios públicos fueron contrarrestados parcialmente por descensos en el precio interno de la gasolina, explicados por la caída del precio internacional del petróleo.

34. En cuanto a los alimentos, en el último mes los precios continuaron presionando fuertemente al alza la inflación al consumidor. La variación anual del IPC de esta canasta se situó en noviembre en 9,81%, cerca de 100 pb más que lo observado un mes atrás. Dos fenómenos explicarían estos incrementos. En primer lugar, las condiciones climáticas adversas asociadas a un fenómeno de El Niño fuerte que bien estaría afectando la productividad de los cultivos o estaría aplazando cosechas. Esta circunstancia golpea con mayor fuerza a los precios de los productos perecederos, cuya variación anual ha aumentado fuertemente en los últimos dos meses, situándose en noviembre en 23,3% (Cuadro 3). El segundo factor corresponde a la depreciación acumulada del peso, que ha afectado sobre todo los precios de los alimentos de origen importado o con un alto porcentaje de insumos importados. Esto se refleja en la variación anual del IPC de alimentos procesados, que alcanzó un valor de 8,56% en noviembre (117 pb más que en octubre). Todo lo anterior está a su vez impactando el IPC de comidas fuera del hogar vía costos.

35. Las presiones de costos no laborales, medidas con el IPP, volvieron a aumentar en noviembre. La inflación anual al productor de oferta interna (producidos y consumidos más importados) aumentó de 8,10% en octubre a 8,94% en noviembre. Este comportamiento se explica por las presiones ejercidas por el componente de producidos y consumidos localmente (cuya variación anual pasó de 4,79% en octubre a 5,70% en noviembre). Por el contrario, la variación anual del componente importado del IPP (18,35%) cayó frente al mes anterior (18,95%).

36. En cuanto a los salarios, con información a octubre y noviembre, siguen mostrando ajustes anuales compatibles con el rango meta de inflación. Los de la construcción pesada (3,7%) y de vivienda (4,2%) se mantuvieron sin cambios de importancia durante noviembre. Los del comercio al por menor, por su parte,

presentaron ajustes de 4,2% en octubre.

37. Las expectativas de inflación para final de este año obtenidas a partir de la encuesta mensual a analistas financieros, continuaron aumentando de manera importante, al pasar de 6,24% a 6,67%, según la encuesta recogida a comienzos de diciembre. La inflación esperada a doce meses obtenida de la misma encuesta, igualmente subió de 4,41% a 4,63%, mientras que la esperada a veinticuatro meses pasó de 3,55% a 3,83%. Por su parte, en promedio para lo corrido de diciembre (hasta el día 15) frente a los datos promedio de noviembre, las inflaciones implícitas (*breakeven inflation:* BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR se mantuvieron estables para el plazo a dos años, disminuyeron para plazos a tres y cinco años (8 y 10 pb, respectivamente), y aumentaron para diez años (5 pb). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de diciembre a dos, tres, cinco y diez años son 4,75%, 4,57%, 4,48% y 4,77%, respectivamente.

◆ Comunicados de prensa

Lanzamiento del libro *Política monetaria y estabilidad financiera en economías pequeñas y abiertas*

2 de diciembre de 2015

Hoy miércoles 2 de diciembre, a las seis de la tarde en la Casa Gómez Campuzano, ubicada en la Calle 80 No. 8-66, se llevará a cabo el lanzamiento del libro *Política monetaria y estabilidad financiera en economías pequeñas y abiertas*, publicación editada por José Eduardo Gómez y Jair Ojeda, investigadores principales de la Gerencia Técnica del Banco de la República. Al inicio del evento, el doctor Carlos Gustavo Cano, codirector del Emisor, realizará la presentación, titulada "La responsabilidad de los bancos centrales (BC) sobre la estabilidad financiera: reflexiones, conceptos y testimonios".

El libro contiene una colección de diecinueve artículos de investigación económica que estudian diferentes aspectos recientes de la estabilidad financiera de Colombia y de países emergentes, y sus implicaciones para la política monetaria y para la regulación financiera.

Estos trabajos son el resultado de la agenda de investigación de la Gerencia Técnica y se pueden clasificar en cuatro grandes temas: política monetaria y mercados financieros, análisis de mercados de crédito, dinámica de los precios de los activos financieros y riesgo sistémico. Todos los trabajos pasaron por un proceso de evaluación académica y presentación en seminarios.

Cincuenta son los coautores de este libro, quienes, en su mayoría, son economistas e investigadores que trabajan en diferentes áreas del Banco de la República. Entre ellos se destacan: Fernando Tenjo, actual director general del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos; Carlos Gustavo Cano, codirector del Banco de la República; Pamela Cardozo, subgerente Monetaria y de Inversiones Internacionales;

y Joaquín Bernal, subgerente de Operación Bancaria del Banco de la República.

A partir de las 6:00 p. m. se podrá descargar el libro de manera gratuita en el siguiente vínculo de la página electrónica del Banco: http://www.banrep.gov.co/es/libro-politica-monetaria-y-estabilidad-financiera-en-economias. En el transcurso de los próximos días la publicación estará disponible en versión *ePub*.

El Banco de la República pondrá a disposición del público unidades adicionales de la moneda conmemorativa en honor de la santa madre Laura Montoya Upegui

2 de diciembre de 2015

El Banco de la República pondrá a disposición del público, a partir del miércoles 16 de diciembre de 2015, 400.000 piezas adicionales de la moneda conmemorativa en honor de la santa madre Laura Montoya Upegui.

La moneda se entregará en un empaque acrílico por un costo de $5.000 y podrá adquirirse también en estuche especial que contiene un plegable con información de la moneda, por un costo de $14.000. Se venderán máximo cinco monedas por persona, de las cuales solo dos podrán ser con estuches especiales, hasta agotar existencias.

La moneda, que tiene un valor nominal de $5.000, es de curso legal y podrá ser utilizada para realizar cualquier tipo de transacción monetaria por el equivalente a su valor facial. Esta unidad es de color plateado (aleación de cobre y níquel), tiene un diámetro de 35 mm, un espesor de 2,65 mm y un peso de 21,75 gramos y podrá adquirirse en Bogotá en la Tesorería del Banco (calle 13 # 35-25) y en la Biblioteca Luis Ángel Arango, así como en todas las sucursales y agencias culturales del Banco en el país.

Compras de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario en el mes de noviembre de 2015

7 de diciembre de 2015

El Banco de la República informa que en el mes de noviembre de 2015 no realizó compras ni ventas de divisas. En lo corrido del año, el Banco no ha realizado compras ni ventas de divisas.

Durante el mismo mes, el Banco no efectuó compras ni ventas definitivas de TES B. Al finalizar noviembre, el saldo de dichos títulos en su poder ascendió a $118,3 miles de millones de pesos.

Banco de la República incrementa 25 puntos básicos la tasa de interés de intervención

18 de diciembre de 2015

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión de hoy decidió incrementar la tasa de interés de intervención 25 pb y la situó en 5,75%. En esta decisión, la Junta tomó en consideración principalmente los siguientes aspectos:

- En noviembre la inflación anual al consumidor fue 6,39%, superando las proyecciones del equipo técnico del Banco y del mercado. El promedio de las cuatro medidas

de inflación básica se situó en 5,4% y las medidas de expectativas de inflación se mantienen elevadas: la de los analistas a uno y dos años aumentaron a 4,6% y 3,8%, respectivamente; las que se derivan de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años no muestran cambios importantes y se mantienen por encima de 4,5%.

- La aceleración de la inflación en lo corrido del año se explica principalmente por la transmisión de la depreciación nominal del peso a los precios al consumidor y a los costos de las materias primas importadas, así como por la menor dinámica en la oferta de alimentos.
- El traslado de parte de la devaluación del peso a los precios al consumidor y un fenómeno de El Niño fuerte hacen más lenta la convergencia de la inflación a la meta, tanto por su impacto directo sobre los precios y las expectativas de inflación, como por la posible activación de mecanismos de indexación.
- El crecimiento económico registrado en el tercer trimestre de 2015 fue superior a lo proyectado. Con respecto al segundo trimestre, el ritmo de aumento del consumo fue mayor, mientras que la inversión registró una tasa similar. Las exportaciones netas restaron al crecimiento. Con esta información y con los datos de actividad del cuarto trimestre, el equipo técnico proyecta para todo 2015 un crecimiento cercano al 3%.
- Las cifras de actividad económica mundial continúan reflejando una dinámica de la demanda externa débil e inferior a la observada en 2014. En los Estados Unidos la demanda interna crece a tasas favorables, mientras que la zona del euro se recupera lentamente. En China la información disponible apunta a que su economía habría dejado de desacelerarse. Los principales países de América Latina registran crecimientos bajos o contracciones del producto.
- La Reserva Federal de los Estados Unidos aumentó la tasa de interés de referencia y es probable que continúe haciéndolo de forma gradual. El precio del petróleo siguió descendiendo y se situó en niveles inferiores a lo estimado para final del año. Esta caída representa un mayor deterioro de los términos de intercambio, del ingreso nacional del país y del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. En este entorno y con el inicio de un endurecimiento monetario gradual en los Estados Unidos, la prima de riesgo país se aumentó y el peso siguió depreciándose frente al dólar.

En síntesis, incrementos mayores que los esperados en los precios de los alimentos y aumentos adicionales de la tasa de cambio, relacionados en buena parte con la caída del precio del petróleo, ejercen nuevas presiones sobre la inflación. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación se mantienen altas y el riesgo de una desaceleración de la demanda interna, más allá de lo coherente con la caída registrada del ingreso nacional, se ha moderado. Con el fin de asegurar la convergencia de la inflación hacia el rango meta en el horizonte anunciado el mes pasado, la Junta Directiva decidió continuar la fase de endurecimiento de la política monetaria iniciado en septiembre e incrementó en 25 pb la tasa de interés de referencia.

La Junta reitera su compromiso con la meta de inflación y mantiene un cuidadoso monitoreo del comportamiento y proyecciones de la actividad económica e inflación en el país, de los mercados de activos y de la situación internacional.

Comunicado de prensa

23 de diciembre de 2015

Considerando las condiciones de liquidez del mercado cambiario, el Banco de la República ha decidido modificar el porcentaje para la activación de la subasta de opciones de desacumulación de reservas internacionales y del ejercicio de estas de 7% a 5%. El resto de condiciones del mecanismo se mantiene inalterado.