



◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 19 de febrero de 2016

El 19 de febrero de 2016 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 Maignashca 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 y en el anexo estadístico¹.

1. Contexto macroeconómico

1. Durante febrero continuó la turbulencia en los mercados financieros internacionales. Según los analistas esto se explica por factores como las preocupaciones sobre la estabilidad financiera, los precios de los *commodities* y el crecimiento mundial (en especial de China y de los demás países emergentes).
2. Las tasas de los bonos soberanos de largo plazo de los Estados Unidos se redujeron de forma significativa, lo que sugiere que los mercados esperan que la normalización de la política monetaria en

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

- dicho país se haga más lenta que lo proyectado por el FOMC en diciembre pasado.
3. En Latinoamérica las monedas se depreciaron y las primas de riesgo país se incrementaron, ubicándose en los niveles más altos desde 2009.
 4. El dólar, por su parte, reversó parte de su apreciación frente a las principales monedas.
 5. El precio del petróleo se mantuvo en los niveles más bajos desde 2003. El anuncio de algunos de los principales productores de crudo de no realizar incrementos adicionales en su producción no impactaría el mercado por cuanto persistiría la sobreoferta de crudo. Los precios internacionales del oro y la plata aumentaron significativamente, mientras que los del cobre, el carbón, el níquel y los alimentos se mantuvieron bajos. Con esto, los términos de intercambio del país habrían permanecido en los mínimos desde 2003.
 6. En enero la inflación habría continuado baja en los Estados Unidos, la zona del euro y China, mientras que en Latinoamérica se mantendría con tendencia al alza y por fuera del rango de las autoridades monetarias en Brasil, Chile, Perú y Colombia.
 7. En cuanto a la actividad real, el PIB del cuarto trimestre de 2015 muestra que los Estados Unidos se desaceleró y la zona del euro continuó con su lenta recuperación. En la región, Perú tuvo una aceleración importante según los índices de actividad. La poca información disponible para enero indica que las tendencias se mantienen.
 8. Durante 2015 el valor en dólares de las exportaciones cayó 35,1%, particularmente por el comportamiento de los precios de los bienes de origen minero. La información preliminar de la DIAN para enero muestra que se siguen contrayendo. Por otra parte, de acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN para las importaciones, en diciembre de 2015 las totales registraron una caída anual de 25,4%, mientras que en enero de 2016 se habrían contraído 34,3% anual.
 9. El 16 de febrero la agencia Standard & Poor's (S&P) modificó la perspectiva de la deuda soberana de largo plazo de Colombia de estable a negativa. Esta decisión se tomó teniendo en cuenta el descenso en los pronósticos sobre los precios del petróleo, lo que genera riesgos de un mayor deterioro en la posición externa del país, en las finanzas públicas y en el crecimiento, particularmente si el Gobierno no toma a tiempo las medidas fiscales que se requieren.
 10. En Colombia, la información disponible para el cuarto trimestre de 2015 sugiere que la economía habría crecido a un ritmo similar al del tercer trimestre. La industria mostró una expansión favorable, mientras que el comercio se desaceleró. En 2015 la tasa de desempleo dejó de caer y habría empezado a subir levemente, según el componente tendencial de las series desestacionalizadas.
 11. Para el mes de enero la confianza del consumidor se desplomó y alcanzó el mínimo desde abril de 2002. Tanto el componente de condiciones económicas actuales como el de expectativas retrocedieron. Asimismo, se deterioró la percepción futura del mercado laboral.
 12. Por el lado de la oferta, la producción de crudo se situó por debajo del millón de barriles diarios, y la de café se desaceleró debido al efecto de una alta base de comparación en 2015.
 13. En el mismo mes las tasas de interés reales de los créditos comerciales y de consumo empezaron a subir, aunque se

- mantienen en niveles bajos frente a sus promedios históricos.
14. Dado que la información es muy escasa, se mantiene el rango de pronóstico de crecimiento del PIB para 2016, el cual muestra un sesgo a la baja. El crecimiento se ubicaría entre 1,5% y 3,2%, con 2,7% como cifra más probable.
 15. Con respecto a la inflación anual, en enero se aceleró y se ubicó en 7,45%, debido en particular al fuerte aumento en los precios de los alimentos (12,26%), y dentro de este grupo, de los perecederos (31,3%). La inflación sin alimentos también se aceleró (de 5,17% a 5,54%). El promedio de los indicadores de inflación básica que monitorea el Banco se situó en 5,73% anual. La variación anual del IPC en enero es la más alta desde diciembre de 2008.
 16. Según la encuesta mensual aplicada a analistas financieros en febrero, se espera una inflación anual de 5,49% para diciembre de 2016, cifra mayor que la esperada en la encuesta de enero. A doce y veinticuatro meses los analistas esperan 4,54% y 3,70%, respectivamente, cifras similares a las de la encuesta anterior (4,50% y 3,68%). Las expectativas de inflación derivadas de los papeles

de deuda pública con información al 16 de febrero, se ubicaron por encima de 4,5% para los plazos a dos, tres, cinco y diez años, en niveles similares a los de enero.

17. Los efectos del fenómeno de El Niño, el traspaso de depreciación del peso hacia los precios y el efecto de los mecanismos de indexación de precios y salarios mantendría alta la inflación en la primera mitad del año. Se espera que en el segundo semestre los choques de los precios de los alimentos y de la depreciación se empiecen a diluir, lo que junto con las acciones de política monetaria debería conducir la inflación a la meta durante 2017.

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, siguen ejerciendo presiones al alza sobre la inflación. Las expectativas de inflación siguen altas y es previsible un traspaso adicional de la devaluación del peso a los precios internos. La incertidumbre sobre la persistencia del bajo nivel del índice de confianza del consumidor y su impacto sobre el gasto de los hogares es elevada. Otros indicadores de actividad económica son

compatibles con el pronóstico de crecimiento de 2016 del equipo técnico del Banco (2,7% como cifra más probable, contenida en un rango entre 1,5% y 3,2%).

2. Discusión y opciones de política

Los miembros de la Junta concuerdan en la necesidad de continuar con el aumento de la tasa de interés de intervención con el fin de garantizar la convergencia de las expectativas de inflación a la meta y un crecimiento en la demanda interna coherente con un menor crecimiento del ingreso nacional. Resaltaron también que el ajuste del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos debe ser una prioridad de la política macroeconómica. En consecuencia, coinciden en que las políticas monetaria y fiscal deben actuar para reducir el crecimiento del gasto público y privado, generando así las condiciones para que la economía logre sus objetivos de convergencia de la inflación a la meta y de sostenibilidad externa.

La mayoría de los miembros de la Junta consideran que lo adecuado es continuar con la senda de incrementos de 25 pb. Algunos de ellos señalaron que los datos recientes de confianza del consumidor muestran que las variables económicas pueden tener cambios fuertes en poco


tiempo, lo que resalta la conveniencia de tener un proceso de ajuste gradual en el que se pueda incorporar la nueva información. Se destacó de nuevo la evidencia del fortalecimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria que podrían tener efectos sobre la evolución futura de la tasa de intervención. Otros enfatizaron que en las últimas semanas el precio del petróleo ha encontrado un nivel más estable, lo que podría indicar que en los próximos meses la devaluación del peso no continuaría al ritmo observado recientemente, contribuyendo a su vez a la estabilización de la inflación. Finalmente, algunos destacaron que de presentarse sorpresas inflacionarias podría aumentarse el ritmo de ajuste de la tasa de interés.

Los demás miembros de la Junta proponen un au-

mento en la tasa de interés de intervención de 50 pb. Ven con especial preocupación el desanclaje de las expectativas de inflación de la meta y el fuerte aumento de la inflación en un contexto de incertidumbre sobre el grado de indexación en las decisiones de precios y salarios. Consideran además que existe alta incertidumbre sobre la verdadera elasticidad de la inflación a la brecha del producto y sobre la suficiencia del ajuste esperado en la demanda interna para reducir las presiones inflacionarias y el desequilibrio externo. En este contexto, un incremento de 50 pb en la tasa de interés de intervención conlleva por ahora bajo riesgo de un ajuste excesivo en el crecimiento del gasto y el producto. Por último, creen que, de continuar el dinamismo observado de la demanda interna, la sostenibilidad del crecimiento podría verse

comprometida debido al alto nivel del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y a la débil respuesta de las exportaciones a la devaluación real del peso. De ahí la importancia del ajuste del gasto público anunciado por el Gobierno nacional, de la pronta presentación y aprobación de una reforma tributaria estructural y de una reacción más rápida de la autoridad monetaria al comportamiento de la inflación y las expectativas de inflación.

3. Decisión de política

La Junta Directiva por mayoría decidió incrementar la tasa de interés de intervención en 25 pb y la situó en 6,25%. 

*Minutas publicadas
en Bogotá D. C.,
el 3 de abril de 2016.*



Anexo 1

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, y balanza de pagos

1. En lo corrido del mes (con datos al 17 de febrero) continuó la turbulencia en los mercados financieros internacionales iniciada en enero, lo cual llevó a que se mantuvieran elevados los indicadores de volatilidad financiera y a que se presentaran nuevas caídas en los índices accionarios globales. En esta ocasión, los títulos de los bancos fueron los más golpeados ante las perspectivas de que sus utilidades se vean afectadas por las tasas de interés en niveles bajos (incluso negativos) en las economías avanzadas y por su exposición al sector energético. Adicionalmente, cambios regulatorios en la zona del euro suscitaron algunos temores sobre la estabilidad financiera de la región.
2. Las tasas de los bonos soberanos de largo plazo de los Estados Unidos se redujeron de forma significativa, lo cual sugiere que los agentes estarían esperando que la normalización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal (Fed) sea mucho más lenta que lo proyectado por los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) en su reunión de diciembre, además de una mayor aversión al riesgo del mercado. Además, se observaron caídas de los rendimientos de los bonos de Alemania y de Francia, mientras que los de los países de la periferia de la zona del euro presentaron incrementos.
3. En este entorno, las primas de riesgo de América Latina han seguido incrementándose durante febrero y para la mayoría de los países se ubican en los niveles más altos desde 2009. Asimismo, las monedas de la región volvieron a debilitarse frente al dólar. En el caso del peso colombiano se registró una depreciación de 2,7% al pasar de un valor promedio de COP 3.288 por dólar en enero a COP 3.376 por dólar en lo corrido de febrero hasta el 17.
4. La información disponible para los precios internacionales de los bienes básicos sugiere que los términos de intercambio de Colombia se habrían mantenido en los mínimos desde 2003.
5. En el caso del petróleo, la cotización del crudo Brent se incrementó ligeramente al pasar de un promedio de USD 32,0 por barril en enero a USD 33,3 por barril en lo corrido de febrero al 17, aunque ha presentado bastante volatilidad durante el mes. Los bajos precios se explicarían porque se mantienen las perspectivas de que continúe el exceso de oferta, a pesar de los anuncios por parte de algunos países de no seguir expandiendo su producción a futuro. A esto se suma que la demanda global continúa presentando

- signos de debilidad y persiste una elevada cantidad de inventarios de crudo a nivel mundial.
6. Por su parte, las cotizaciones del níquel y de otros metales de uso industrial exportados por algunos países de la región permanecieron en niveles bajos respecto a lo observado en años anteriores, como consecuencia de las perspectivas de una moderación en la demanda global. En contraste, los precios de los metales preciosos, en especial el del oro, presentaron fuertes incrementos asociados con la mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. El precio internacional del café no mostró cambios significativos y se mantiene en niveles inferiores a los observados en el mismo período de 2015.
 7. Los registros más recientes de la actividad económica confirman el bajo crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia en 2015 respecto a lo observado en años anteriores, y apuntan a que este ritmo se mantendría en lo corrido de 2016.
 8. En los Estados Unidos las cifras del PIB del cuarto trimestre de 2015 muestran una desaceleración del crecimiento económico (de 2,0% trimestre anualizado (t. a.) en el tercer trimestre a 0,8% en el cuarto). Lo anterior responde a una moderación en la mayoría de los componentes de la demanda, especialmente en la inversión no residencial y en las exportaciones. De esta forma, la expansión para todo 2015 fue de 2,4%, ligeramente por debajo de lo esperado en el *Informe* de diciembre por el equipo técnico del Banco de la República (2,5%).
 9. Las cifras de actividad real disponibles para enero muestran un panorama mixto para la economía estadounidense. Por una parte, la expansión de las ventas al detal y la confianza del consumidor continuaron en niveles favorables y apuntan a que el consumo privado siga siendo el principal motor de crecimiento. En contraste, las encuestas industriales sugieren que la producción manufacturera continuaría contrayéndose y que los servicios habrían moderado su tasa de expansión. En el mercado laboral, los registros de creación de empleo de enero fueron favorables, pese a que mostraron alguna moderación frente a lo observado en meses anteriores. Gracias a esto, la tasa de desempleo se redujo a 4,9% y se ubica en un nivel cercano al que los analistas y los miembros de la Fed consideran de largo plazo.
 10. Con respecto a la inflación, si bien no se tienen registros para enero, se espera que esta se haya mantenido en niveles bajos por cuenta de los menores precios de los combustibles.
 11. En la zona del euro, el crecimiento del PIB para el cuarto trimestre fue igual al observado tres meses atrás (0,3% trimestral) e indica que la economía de la región continúa recuperándose lentamente. De esta forma, la expansión para todo 2015 fue de 1,5%, igual a lo esperado. Por su parte, los indicadores de actividad real y de confianza disponibles para enero sugieren que esta tendencia se habría mantenido en la primera parte del año. Con respecto a la variación de los precios, los indicadores de inflación anual total y básica no presentaron cambios significativos en enero y continúan siendo bajos (0,4% y 1,0%, respectivamente).
 12. En China, las cifras disponibles para enero

apuntan a que la producción industrial se habría continuado des-acelerando, mientras que la expansión del sector de servicios se habría estabilizado en tasas favorables. Por su parte, la inflación anual se mantuvo en niveles bajos (1,8%).

13. En América Latina, las cifras disponibles de diciembre de actividad real muestran un comportamiento mixto. En el caso de Perú se observó una importante recuperación frente a lo observado en meses anteriores, impulsada, principalmente, por la elevada expansión del sector minero y pesquero. En contraste, la economía chilena habría continuado con un muy bajo dinamismo relativo a lo observado en años anteriores.
14. Los registros de inflación a enero en las economías de América Latina muestran un predominio de las tendencias al alza. En Chile y en Perú continuó por encima del rango meta de sus autoridades monetarias y se observaron nuevos incrementos, lo cual en el caso peruano, propició un nuevo aumento en su tasa de referencia. En Brasil sigue alta y con una marcada tendencia creciente. En contraste, en México, si

bien se observó un leve repunte de la variación anual de los precios, esta se mantiene por debajo de la meta de su banco central (3%). Pese a esto, esta entidad incrementó su tasa de interés en 50 puntos básicos (p. b.) en febrero anticipando futuros brotes inflacionarios.

15. Finalmente, el 16 de febrero la agencia Standard & Poor's (S&P) modificó la perspectiva de la deuda soberana de largo plazo de Colombia de estable a negativa. Esta decisión se tomó teniendo en cuenta el descenso en los pronósticos sobre los precios del petróleo, lo que genera riesgos de un mayor deterioro en la posición externa del país, en las finanzas públicas y en el crecimiento, particularmente si el Gobierno no toma las medidas fiscales que se requieren a tiempo.

a. Exportaciones e importaciones

16. En diciembre las exportaciones registraron una caída anual de 32,5%, debido a retrocesos en las ventas externas de todos los grupos de bienes. En 2015, las exportaciones totales se redujeron 35,1%, con una importante disminución en

las de bienes de origen minero (Cuadro 1).

17. Por otra parte, de acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN para las importaciones, en diciembre de 2015 las totales registraron una caída anual de 25,4%, mientras que en enero de 2016 se habrían contraído 34,3% anual.

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

18. La información disponible más reciente para el cuarto trimestre de 2015 permite mantener el punto medio y el rango de pronóstico de crecimiento del PIB presentado en el anterior *Informe* (3,1% y entre 2,6% y 3,6%, respectivamente).
19. Con información a noviembre, el índice de seguimiento a la economía (ISE) se expandió 3,2%, cifra similar a la de octubre (3,3%), y algo por encima del agregado del tercer trimestre (3,0%). De mantenerse esta dinámica en diciembre, la economía colombiana se habría expandido en el cuarto trimestre a un ritmo similar al registrado en el tercero.
20. Por su parte, según las cifras de la encuesta mensual de comercio

Cuadro 1
Comportamiento de las exportaciones en dólares
(porcentaje)

Diciembre de 2015			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total	(32,5)		
Bienes de origen agrícola	(8,8)	Café	(11,1)
		Banano	(13,8)
Bienes de origen minero	(46,5)	Petróleo crudo	(54,6)
		Carbón	(57,7)
Resto de exportaciones ^{a/}	(9,2)	Manufacturas de cuero	(43,5)
		Otros	(26,3)
Acumulado enero-diciembre de 2015			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total	(35,1)		
Bienes de origen agrícola	(1,2)	Flores	(5,7)
		Banano	(3,9)
Bienes de origen minero	(46,8)	Petróleo crudo	(50,7)
		Carbón	(33,0)
Resto de exportaciones ^{a/}	(11,6)	Alimentos y bebidas	(14,5)
		Productos químicos	(7,7)

a/ Por destinos, se destacan en este rubro las caídas de 58,2% hacia Venezuela y 37,3% hacia Ecuador. En contraste, se registró un aumento en las ventas externas de este rubro hacia los Estados Unidos (12,4%) y la Unión Europea (38,3%).

Fuente: DANE.

minorista (EMCM) publicadas por el DANE, en diciembre las ventas al por menor sin combustibles se expandieron 0,1% anual. Con ello, el agregado del cuarto trimestre se contrajo 0,4% frente al mismo periodo de 2014, lo que es significativamente menor que la expansión de 4,7% observada para el tercer trimestre.

21. Excluyendo las ventas de vehículos, los crecimientos anuales del comercio fueron 4,2% y 4,9% para diciembre y el cuarto trimestre de

2015 respectivamente. El componente tendencial de este indicador sugiere un estancamiento en el margen.

22. Según la misma encuesta, las ventas de vehículos y motocicletas cayeron 21,8% anual en diciembre (-24,2% para el agregado del cuarto trimestre). Cabe señalar que esta cifra está influenciada por una alta base de comparación en el mismo periodo de 2014, cuando se realizó el XIV Salón del Automóvil en Bogotá. Además del efecto base, el

componente tendencial de esta serie sugiere un mal momento para este renglón de las ventas minoristas.

23. Con información a diciembre, los indicadores del mercado laboral permiten prever una desaceleración del ritmo de crecimiento del consumo privado hacia futuro. Luego de ajustar por estacionalidad, la tasa de desempleo (TD) ha dejado de caer y estaría empezando a subir lentamente. Aunque el número de ocupados mostró alguna

- recuperación liderada por el comportamiento de los trabajadores asalariados, esta no fue suficiente para hacer descender la TD en los últimos tres meses.
24. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles sugieren un desempeño dispar. Entre las noticias favorables se destacan las relacionadas con la industria, mientras que el comercio, como ya se mencionó, se ha desacelerado de manera importante.
 25. El índice de producción industrial (IPI) creció 3,9% anual en diciembre. Durante el periodo octubre-diciembre de 2015, la expansión anual fue de 3,6%, lo que implicó una aceleración frente al tercer trimestre (1,8%). Esto se explica en gran parte por la reapertura de Reficar, que generó un incremento de 8,1% en la subrama de refinación de petróleo durante el cuarto trimestre (13,1% en diciembre).
 26. Así, para 2015 la industria alcanzó un crecimiento anual de 0,9%. Al excluir la refinación de petróleo, las manufacturas restantes crecieron 2,1%, 2,5% y 1,5% en diciembre, en el cuarto trimestre y todo 2015, respectivamente. Aunque se observa una desaceleración en los últimos cuatro meses, el componente tendencial continúa mostrando una pendiente positiva.
 27. En lo que respecta a la construcción, la producción de cemento creció 7,2% en diciembre, con lo que el cuarto trimestre mostró una aceleración frente al tercero (pasó de 5,3% a 7,8%). Algo similar ocurrió con los despachos de cemento que se expandieron 12,5% en diciembre y 7,2% en el cuarto trimestre de 2015. Las licencias de construcción también tuvieron un incremento significativo en diciembre (53,5%). No obstante, dada la volatilidad del indicador también se examinó el acumulado doce meses, el cual crece 5,1%.
 28. Con esto, el equipo técnico reafirma su pronóstico de crecimiento para 2015 entre 2,8% y 3,2%, con 3,0% como cifra más probable.
 29. La información disponible para el primer trimestre de 2016 es aún escasa, pero permite prever una desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía. Esto último se infiere de los resultados observados de las ventas minoristas de vehículos, del comportamiento de la confianza de los consumidores, de la dinámica del crédito a los hogares y de las tasas de interés.
 30. En efecto, la serie de ventas al detal publicada por la Asociación Colombiana de Vehículos Automotores (Andemos) registró una caída anual de 21,1% en enero. Estas caídas se dieron tanto en el renglón de vehículos de uso particular (consumo durable) como de uso comercial (inversión en equipo de transporte).
 31. Con respecto al índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo, en enero el nivel de la serie se desplomó frente a los registros de meses anteriores y se ubicó en el mínimo desde abril de 2002. En esta ocasión, el retroceso del ICC se dio tanto en su componente de condiciones económicas actuales como de expectativas, lo que podría estar relacionado con la percepción de los hogares sobre el aumento generalizado del nivel de precios, la depreciación del peso y la posible entrada en vigencia de una reforma tributaria en 2016, entre otros.
 32. Lo anterior se reflejó en las caídas de las intenciones de compra de vivienda, de carro y de bienes durables, series que en esta ocasión tocaron mínimos

históricos. Asimismo, cabe señalar que se deterioró la percepción futura del mercado laboral y del costo del crédito. La caída de la confianza se dio de manera generalizada en las ciudades de la muestra (Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla y Bucaramanga), así como en todos los estratos socioeconómicos.

33. Adicionalmente, con cifras a enero se observó que el ritmo de expansión del crédito a los hogares fue de 12,7% en términos nominales, cifra similar a la registrada en diciembre, pero que revela una desaceleración con respecto a lo observado a lo largo de 2015. En términos reales es más contundente la evidencia de un menor ritmo de crecimiento de esta cartera. Dada la correlación que guarda este agregado con el consumo privado, y de mantenerse esta tendencia en febrero y marzo, se tendría un menor dinamismo del gasto en consumo por parte de los hogares durante el primer trimestre de 2016. Entre tanto, las tasas de interés reales de los créditos de consumo (sin tarjeta de crédito) empezaron a subir.
34. Por el lado de la oferta, los pocos indicadores

disponibles con información a enero sugieren un menor ritmo de crecimiento. Aunque la producción de café mantiene niveles por encima del millón de sacos (1.136.000 sacos), la expansión anual fue de 4,4%, una desaceleración importante que se explica por una alta base de comparación. Por su parte, la producción de petróleo se situó en 982 mbd, lo que implicó una contracción anual de 5,1% (-1,1% mensual). Esto debido a algunos mantenimientos técnicos en los campos de Rubiales, Quifá y del Piedemonte, así como limitaciones de bombeo por mantenimiento al oleoducto Caño Limón-Coveñas.

35. Por último, la demanda de energía total se expandió a una tasa anual de 5,2% en el mes de enero. El componente regulado creció 7,0%, mientras que el no regulado lo hizo a una tasa anual de 3,3%. La zona Caribe (8,9%) y Tolima-Huila-Caqueta (12,7%) son las regiones de mayor incremento de la demanda de energía por parte de los hogares, fenómeno asociado al clima.
36. Dado que la información es aún muy escasa, en este informe se man-

tiene el rango de pronóstico de crecimiento del PIB para 2016, el cual muestra un sesgo a la baja. El crecimiento se ubicaría entre 1,5% y 3,2%, con 2,7% como cifra más probable.

III. Comportamiento de la inflación y precios

37. En enero la inflación anual al consumidor se situó en 7,45%, aumentando de manera importante respecto a la cifra del mes anterior (6,77%) y significativamente por encima de las proyecciones tanto de los analistas del mercado como de la SGEE (Cuadro 2). En términos de variaciones mensuales el resultado fue 1,29% frente a 0,81% pronosticado por el mercado. La inflación anual de enero es la más alta desde diciembre de 2008.
38. El aumento de la inflación en el último mes fue resultado, sobre todo, de una fuerte alza en los precios de los alimentos, especialmente de los perecederos, pero también de los procesados y de las comidas fuera del hogar. Adicionalmente, se observó una aceleración significativa de la variación anual del IPC sin alimentos en sus

Cuadro 2
Comportamiento de la inflación a enero de 2016

Descripción	Ponderación	dic-14	mar-15	jun-15	oct-15	nov-15	dic-15	ene-16	Participación en porcentaje en la aceleración del mes
Total	100,00	3,66	4,56	4,42	5,89	6,39	6,77	7,45	100,00
Sin alimentos	71,79	3,26	3,46	3,72	4,75	5,05	5,17	5,54	37,24
Transables	26,00	2,06	3,46	4,17	6,42	6,92	7,09	7,39	9,45
No transables	30,52	3,38	3,56	3,98	4,34	4,39	4,21	4,46	10,87
Regulados	15,26	4,84	3,25	2,55	3,14	3,66	4,28	5,02	16,92
Alimentos	28,21	4,69	7,37	6,20	8,80	9,81	10,85	12,26	62,76
Perecederos	3,88	46,74	21,57	10,73	21,54	23,31	26,03	31,31	36,85
Procesados	16,26	2,54	5,99	6,00	7,39	8,56	9,62	10,22	15,04
Comidas fuera del hogar	8,07	3,51	3,59	4,45	5,28	5,67	5,95	6,78	10,87
Indicadores de inflación básica									
Sin alimentos		3,26	3,46	3,72	4,75	5,05	5,17	5,54	
Núcleo 20		3,42	3,70	4,24	4,94	5,23	5,22	5,56	
IPC sin perecederos, ni comb. ni servicios públicos		2,76	3,95	4,54	5,54	5,85	5,93	6,13	
Inflación sin alimentos ni regulados		2,81	3,52	4,06	5,21	5,45	5,42	5,69	
Promedio indicadores de inflación básica		3,06	3,65	4,14	5,11	5,40	5,43	5,73	

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

subcanastas principales (Cuadro 2).

39. Como viene sucediendo desde hace varios meses, los precios al consumidor siguieron sometidos a presiones alcistas por cuenta del choque climático asociado con el fenómeno de El Niño y por la depreciación acumulada del peso. Adicionalmente, y como se esperaba, la existencia de mecanismos automáti-

cos de indexación a la inflación de fin de año, empezó a traducirse en reajustes crecientes para varios ítems de la canasta del consumidor en este primer mes de 2016.

40. La inflación básica medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco también aumentó, situándose en 5,73% frente a 5,43% de diciembre. Los cuatro

indicadores presentaron alzas de importancia, siendo el registro más alto el del IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (6,15%) y el más bajo el del IPC sin alimentos (5,54%). Para este último, sin embargo, el aumento de enero fue considerable (37 pb).

41. Dentro del IPC sin alimentos, los incrementos fueron generalizados.

En el caso de los regulados, su variación anual pasó de 4,3% en diciembre a 5,0% en enero. Al igual que en meses anteriores, la presión al alza provino principalmente de las tarifas de gas domiciliario y de las de energía eléctrica. Estos precios siguen siendo afectados por factores como la escasez de lluvias, la depreciación, el aumento de la inflación al productor y los cuellos de botella en la producción y el transporte (esto último en el caso del gas, especialmente). El precio de la gasolina, por el contrario, sigue ejerciendo presiones a la baja gracias a que la caída de los precios internacionales ha más que compensado el aumento del tipo de cambio.

42. En la canasta del IPC de transables sin alimentos ni regulados, los incrementos también fueron importantes. A enero, la variación anual de esta subcanasta fue 7,39%, lo que significó un aumento de 30 pb frente al dato del mes anterior. La depreciación acumulada sigue presionando al alza estos precios, aunque hasta ahora no puede afirmarse que el grado de transmisión esté siendo mayor que el previsto.

43. Respecto al IPC de no transables sin alimentos ni regulados, la variación anual en enero (4,46%) aumentó frente al dato de diciembre (4,21%). Como se ha explicado en informes anteriores, la depreciación acumulada siguió ejerciendo presiones alcistas a través de servicios como los de seguros para automóvil o servicios de TV y video, por ejemplo. Adicionalmente, en este mes se empezó a hacer más evidente cómo algunos precios de servicios (de salud, arriendos y otros) podrían estar ajustando a tasas crecientes, en vista de que utilizan como referencia la inflación de diciembre del año inmediatamente anterior y/o el incremento del salario mínimo. De todas maneras, en enero la indexación dista mucho de haber sido plena y la variación anual de precios para la mayoría de los ítems de esta subcanasta estuvo por debajo de la inflación de diciembre (6,77%). Sin embargo, para tener una mejor idea al respecto habrá que esperar los resultados de los próximos dos meses, cuando es razonable esperar que un porcentaje importante de

empresas haya ajustado precios.

44. Los costos no laborales continuaron presionando al alza los precios al consumidor según lo sugiere el comportamiento del IPP. En enero la inflación anual al productor de oferta interna (producidos y consumidos más importados) se situó en 10,0% frente a 9,6% en diciembre. Dicho incremento se explica por las presiones provenientes de los bienes producidos y consumidos localmente, cuya variación anual aumentó de 6,0% en diciembre a 6,9% en enero. Por el contrario, la del componente importado cayó frente al mes anterior (pasó de 18,0% a 17,3%), como resultado de que el ritmo de depreciación anual tendió a reducirse pese a que el nivel del tipo de cambio aumentó.
45. En cuanto a los costos laborales, con información a enero, el ajuste de los salarios de la construcción aumentó frente al mes anterior (de 3,7% a 4,6% para la construcción pesada y de 4,2% a 4,7% para la de vivienda). En contraste, con información a diciembre el ajuste de los salarios del comercio se redujo de 3,5% a 2,9%.

46. Las expectativas de inflación para diciembre de 2016 obtenidas de la encuesta mensual a analistas financieros y recogidas a comienzos de febrero se situaron en 5,49% (4,83% en la encuesta de enero); la inflación esperada a doce y a veinticuatro meses no presentó cambios de importancia (pasó de 4,50% a 4,54% y de 3,68% a 3,70%, respectivamente). Por su parte, en promedio para lo corrido de febrero (hasta el día 16) frente a los datos promedio de enero, las inflaciones implícitas (*breakeven inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR se mantuvieron estables para todos los plazos (dos, tres, cinco y diez años). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de febrero a dos, tres, cinco y diez años son 4,89%, 4,71%, 4,65% y 4,93%, respectivamente.

♦ Comunicados de prensa

El Banco de la República lanza la novena versión de su concurso estudiantil De la banca escolar a la banca central

1 de febrero de 2016

El Banco de la República continúa este año con la iniciativa del concurso nacional de ensayo corto De la banca escolar a la banca central, que ha sido muy exitoso en sus ocho versiones anteriores y en las cuales han participado más de 42.000 estudiantes de todas las instituciones públicas y privadas del país, de áreas rurales y urbanas.

El concurso De la banca escolar a la banca central es una iniciativa encaminada a fomentar el mejor entendimiento del quehacer de un banco central y del funcionamiento de la economía y sus efectos en la vida cotidiana de todos los ciudadanos, en particular de la población estudiantil del país. Está dirigido a estudiantes de los grados 10, 11 y 12 de todos los colegios del país, quienes deberán elaborar un ensayo sobre el tema ¿Ahorrar para la vejez?

El proyecto tiene el apoyo de cinco facultades de Economía del país, entre las que se cuentan la Universidad del Rosario, la Pontificia Universidad Javeriana (Bogotá), la Universidad del Valle, la Universidad Nacional de Colombia (Bogotá) y la Universidad de los Andes, que estarán a cargo de la selección de los diez ensayos semifinalistas.

Los interesados en participar en el concurso deberán conformar grupos de tres o máximo cinco estudiantes y trabajar bajo la tutoría de un profesor de la institución a la que pertenecen (un mismo profesor puede dirigir a varios grupos y cada colegio puede tener varios grupos que lo representen).

La fecha límite para el envío de los trabajos será el 23 de mayo de 2016.

Los criterios de selección que tendrán en cuenta los evaluadores serán:

- El cumplimiento de todos los requisitos de forma: 10%.
- La comprensión de los principales conceptos y variables económicas relacionadas con el tema: 40%.
- La incorporación de experiencias reales y cotidianas que permitan a los estudiantes comprender adecuadamente el fenómeno económico profundizado en el trabajo: 50%.

Los montos de los premios que se han establecido son:

- Primer premio: COP 5 millones para el equipo de alumnos, COP 3 millones para el profesor y COP 10 millones en computadores para el colegio. Adicionalmente, el estudiante que se encuentre en el equipo ganador y tenga el mayor puntaje de la prueba Saber se hará merecedor de una beca completa que otorga la Universidad del Rosario para estudiar cualquier programa de pregrado de la Facultad de Economía, siempre y cuando su promedio ponderado acumulado se mantenga igual o mayor a 4.0.
- Segundo premio: COP 3 millones para el equipo de alumnos, COP 2 millones para el profesor y COP 5 millones en computadores para el colegio.
- Tercer premio: COP 2 millones para el equipo de alumnos, COP 1 millón para el profesor y COP 3 millones en computadores para el colegio.

El Banco de la República financiará el viaje y la estadía en Bogotá de los equipos finalistas que residan fuera de la capital.

El concurso De la banca escolar a la banca central hace parte del programa de Educación Económica y Financiera, Banrep Educa, que pretende despertar en los estudiantes escolares y universitarios el interés por adquirir un mayor conocimiento sobre los temas económicos y finanzas básicas, junto al quehacer de un banco central.

La novena entrega del premio tendrá lugar en noviembre de 2016, luego de que los tres equipos finalistas hagan una presentación oral de su trabajo, de máximo 20 minutos ante el jurado, compuesto por José Darío Uribe, gerente general del Banco de la República, y algunos miembros de la Junta Directiva y directivos de la institución.

El gerente general del Banco de la República, José Darío Uribe, presenta: *Informe de política monetaria y rendición de cuentas*

5 de febrero de 2016

1. Crecimiento económico

El crecimiento mundial sigue débil y es probable que la demanda externa de productos colombianos crezca más en 2016 que en 2015. Entre septiembre de 2015 y enero de 2016, el precio del petróleo cayó 33%. Esta caída implica deterioros adicionales de los términos de intercambio y del ingreso nacional del país. Con el anterior entorno y con el inicio del endurecimiento monetario en los Estados Unidos, la prima de riesgo de Colombia aumentó y el peso se devaluó 6,9% frente al dólar.

La débil demanda externa, la caída en los precios del petróleo y el mayor nivel de la tasa de cambio se han reflejado en el comportamiento del comercio exterior y en la cuenta financiera del país. Durante 2015, las exportaciones en dólares descendieron 34,9% anual, hecho explicado principalmente por la caída de las ventas externas de bienes de origen minero-energético (-46,5% anual). Entre enero y noviembre del mismo año el valor de las importaciones descendió 15% anual. La ampliación del déficit comercial de bienes explica en

gran medida un déficit de la cuenta corriente en 2015 cercano a USD 19 mil millones. Se espera que en 2016 el déficit corriente se reduzca a cerca de USD 16 mil millones, como resultado de una caída proyectada de las importaciones de bienes y servicios, por la menor remisión estimada de utilidades de las empresas extranjeras y por la recuperación esperada de las exportaciones de origen industrial.

Las últimas cifras disponibles sugieren que el crecimiento del producto en el cuarto trimestre de 2015 habría sido similar al registrado en el tercero. La demanda interna se habría desacelerado, principalmente por un estancamiento proyectado en la inversión y un menor consumo de bienes durables. Las exportaciones netas habrían tenido un aporte positivo al crecimiento. Para todo 2015 se proyecta un crecimiento de 3% como cifra más probable, contenida en un rango entre 2,8% y 3,2%.

Según el equipo técnico del Banco, el crecimiento del producto en 2016 estaría en un rango entre 1,5% y 3,2%, con 2,7% como resultado más factible. Esta cifra refleja una demanda interna que se seguiría ajustando al menor ingreso nacional producto de unos precios promedio del petróleo que se proyectan para este año 34% por debajo de los de 2015. La mayor devaluación del peso induciría la sustitución de bienes importados por producción local y estimula las exportaciones.

2. Inflación

La inflación anual al consumidor en diciembre de 2015 fue de 6,77% y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica se ubicó en 5,43%. El aumento de la inflación en 2015 se explica principalmente por la transmisión parcial de la depreciación nominal a los precios al consumidor y a los costos de las materias primas, y por el fuerte incremento en los precios de los alimentos debido al fenómeno de El Niño. Las expectativas de inflación de los analistas, a uno y dos años, se sitúan en 4,5% y 3,7%, respectivamente, y las derivadas

de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años superan el 4,5%.

Aunque históricamente la transmisión de la depreciación del peso a los precios al consumidor ha sido baja, el nivel de la tasa de cambio es inusualmente alto y persistente, y puede seguir impactando con rezago las cotizaciones de bienes y servicios importados. De igual forma, se proyecta que el deterioro en la oferta de alimentos continúe hasta el segundo trimestre de 2016, fecha a partir de la cual debería normalizarse el clima. En este contexto, si bien ambos choques son de carácter transitorio, pueden seguir teniendo un impacto negativo y directo sobre los precios, afectar las expectativas de inflación y activar mecanismos de indexación no deseados.

En este entorno, las proyecciones del equipo técnico, que tienen en cuenta una política monetaria activa, sugieren que la inflación anual seguirá aumentando hasta mediados de 2016 y que luego comenzará a converger a la meta del 3,0% hasta alcanzarla en 2017.

3. Decisiones de política monetaria

La nueva información indica que los incrementos mayores que los esperados en los precios de los alimentos y los aumentos adicionales de la tasa de cambio, relacionados en buena parte con la mayor caída del precio del petróleo en meses pasados, siguen presionando al alza a la inflación. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación continúan altas y se mantiene un riesgo moderado de una desaceleración de la demanda interna en exceso de la compatible con la caída del ingreso nacional.

En el entorno económico descrito y con el fin de asegurar la convergencia de la inflación hacia el rango meta en un horizonte de dos años, la Junta Directiva decidió en octubre incrementar la tasa de interés de intervención en 50 pb y en cada una de las reuniones de noviembre y diciembre de 2015 y enero de 2016, aumentarla en 25 pb. De esta forma la tasa de interés de intervención se encuentra en 6%.

El 23 de diciembre de 2015, al considerar las condiciones de liquidez del mercado cambiario, la Junta decidió 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 mantuvo inalterado.

Compras de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario en el mes de enero de 2016

8 de febrero de 2016

El Banco de la República informa que en el mes de enero de 2016 no realizó compras ni ventas de divisas.

Durante el mismo mes, el Banco efectuó compras definitivas de TES B por \$2.040,5 miles de millones de pesos. Al finalizar enero, el saldo de dichos títulos en su poder ascendió a \$2.160,0 miles de millones de pesos.

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

19 de febrero de 2016

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión de hoy decidió incrementar la tasa de interés de política en 25 pb y la situó en 6,25%. En esta decisión, la Junta tomó en consideración principalmente los siguientes aspectos:

- En enero la inflación anual al consumidor se situó en 7,45% y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica en 5,73%,

superando los pronósticos del equipo técnico del Banco. Las medidas de expectativas de inflación se mantienen elevadas: las de los analistas a uno y dos años se sitúan en 4,5% y 3,7%, respectivamente, y las que se derivan de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se encuentran entre 4,5 y 5%.

- El incremento en los precios de los alimentos, así como la mayor depreciación nominal y su transmisión parcial a los precios al consumidor explican el aumento de la inflación en enero. Pese a tratarse de choques temporales, la magnitud de la devaluación del peso y la fortaleza del fenómeno de El Niño elevan el riesgo de una convergencia más lenta 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 precio del petróleo sigue volátil y se mantiene por debajo de lo proyectado para el presente año. La aversión global al riesgo ha aumentado. En este entorno, las economías más grandes de América Latina volvieron a registrar incrementos en sus primas de riesgo y sus monedas se depreciaron frente al dólar.
- La reciente información de actividad económica mundial sugiere que en 2015 el crecimiento económico promedio de los socios comerciales del país fue débil y la proyección para 2016 indica que su recuperación será algo más lenta de lo esperado.
- Los nuevos descensos en los precios del petróleo siguen deteriorando los términos de intercambio y se reflejan en una caída adicional del ingreso nacional y, especialmente, del ingreso público. En la medida que parte de esta caída es duradera, se requiere un ajuste permanente del gasto interno de la economía, para lo cual medidas de política fiscal son el instrumento más efectivo. En este sentido, los recortes anunciados de gasto público y el firme compromiso del Gobierno de presentar una reforma tributaria estructural

en 2016 son medidas necesarias para que la economía se ajuste a los nuevos niveles de ingreso.

- Las cifras más recientes de la actividad económica sugieren que el crecimiento del producto en el cuarto trimestre de 2015 fue similar al registrado en el tercero. El dinamismo del consumo y la inversión habría sido menor, pero las exportaciones netas habrían tenido un aporte positivo al crecimiento. Para todo 2015 se proyecta un crecimiento de 3% como cifra más probable, contenida en un rango entre 2,8% y 3,2%.
- En enero el índice de confianza del consumidor descendió de manera importante y se situó en un nivel históricamente bajo. Sin embargo, la incertidumbre sobre la persistencia de este bajo nivel del indicador y su impacto sobre el gasto de los hogares es elevada. Otros indicadores de actividad económica son compatibles con el pronóstico de crecimiento de 2016 del equipo técnico del Banco (2,7% como cifra más probable, contenida en un rango entre 1,5% y 3,2%).
- 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, siguen ejerciendo presiones al alza de la inflación. Las expectativas de inflación siguen altas y es previsible un traspaso adicional de la devaluación del peso a los precios internos.

La Junta Directiva decidió continuar con la senda de incrementos de 25 pb en la tasa de interés de referencia y estará particularmente atenta al comportamiento de la inflación y sus expectativas para garantizar la convergencia de la inflación a su meta en el año 2017. Al mismo tiempo, los recortes anunciados de gasto público y el firme compromiso del Gobierno nacional de presentar una reforma tributaria estructural este año, contribuyen a reducir el déficit de cuenta corriente y las presiones inflacionarias.

Por otra parte, buscando mitigar el impacto de una sobrerreacción de la tasa de cambio en las expectativas de inflación y contribuir a preservar las condiciones de liquidez del mercado cambiario, la Junta decidió modificar el porcentaje para la activación de la subasta de opciones de desacumulación de reservas internacionales y del ejercicio de estas de 5% a 3%. El resto de condiciones del mecanismo se mantiene inalterado.

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.

Durante el mismo mes, el Banco efectuó compras definitivas de TES B por \$2.040,5 miles de millones de pesos. Al finalizar enero, el saldo de dichos títulos en su poder ascendió a \$2.160,0 miles de millones de pesos.