



◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 21 de agosto de 2015

El 21 de agosto 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 sobre Inflación* del segundo

trimestre de 2015 y en el anexo estadístico¹.

1. Contexto macroeconómico

- i) En el presente informe las cifras de actividad económica mundial continúan reflejando una débil dinámica de la demanda externa e inferior a la registrada en 2014. En los Estados Unidos la economía habría seguido creciendo a tasas favorables mientras que la zona del euro se recupera aunque a una tasa algo inferior a la prevista. En China, la actividad económica continúa desacelerándose y las principales economías de América Latina registran bajos aumentos o retrocesos del producto.

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

- ii) En Estados Unidos y en la zona del euro las tasas de interés de largo plazo han disminuido pero se mantienen en niveles superiores al promedio registrado en 2014. En China, el yuan se devaluó y persisten las caídas en el mercado bursátil desde niveles históricamente altos. En Estados Unidos se mantiene elevada la probabilidad de que se presente un incremento en la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal y el dólar se sigue fortaleciendo.
- iii) Las menores perspectivas de crecimiento mundial, los altos niveles de producción de crudo y las mayores perspectivas de oferta de este bien básico, volvieron a generar caídas en los precios internacionales del petróleo. Estos nuevos niveles de precios se sitúan por debajo de la estimación que tiene el equipo técnico para el promedio de 2015. Algo similar ocurrió con las cotizaciones de otros bienes básicos mineros que exporta Colombia. De esta forma, en el presente año la caída de los términos de intercambio seguirá siendo importante con un efecto negativo y significativo sobre el ingreso nacional.
- iv) Los menores precios de los bienes básicos y la debilidad en la demanda externa se han reflejado en el comportamiento de las ventas externas en dólares de Colombia. En el segundo trimestre las exportaciones continuaron registrando caídas anuales importantes (-32,6%). En ese periodo los mayores descensos se presentaron en las ventas externas de origen minero (-43,3%), seguidas por las caídas en las exportaciones de bienes agrícolas (-13,9%) y del resto de sectores (-3%).
- v) La nueva información de comercio exterior continúa sugiriendo que en el presente año el déficit de la cuenta corriente relativo al PIB será mayor que el registrado en 2014. Para el presente año el intervalo de pronóstico se mantiene entre 4,8% y 6,4%, con 5,6% como cifra más factible.
- vi) En el contexto interno, los indicadores para el segundo trimestre de comercio al por menor, de confianza al consumidor y del comercio, y de expectativas económicas del Banco de la República, indican que la absorción continúa desacelerándose. Por el lado de la oferta, en el mismo periodo, la industria se contrajo y los indicadores de construcción sugieren una desaceleración en el sector. Las cifras de julio muestran una caída en la confianza del consumidor y en la producción de petróleo, mientras que la producción de café registró un aumento importante.
- vii) En el mercado laboral, la tasa de desempleo (desestacionalizada) dejó de caer y en términos anuales la creación de empleo se ha desacelerado. En junio, al descontar los efectos estacionales, la tasa global de participación y la tasa de ocupación descendieron.
- viii) Las tasas reales de interés se redujeron y se sitúan por debajo de sus promedios históricos calculados desde el 2000 (exceptuando tarjetas de crédito). El crédito comercial se ha desacelerado, mientras que el dirigido a los hogares mejoró su dinámica. Ambos tipos de crédito crecen a tasas superiores que el aumento del PIB nominal.
- ix) Con todo lo anterior, el equipo técnico mantuvo su estimación de crecimiento económico para el segundo trimestre de 2015 entre 2,0% y 3,5%, con 2,7% como cifra más probable. Para todo 2015, la cifra más factible sigue en 2,8%, contenida en un rango entre 1,8% y 3,4%.
- x) En julio la inflación anual se incrementó levemente y situó en 4,46%, cifra algo superior a lo estimado por el equipo técnico

y por el promedio del mercado. En esta oportunidad la aceleración del IPC sin alimentos explicó el mayor ritmo de aumento de la inflación. Las otras medidas de inflación básica también se incrementaron y su promedio se situó en 4,29% y acumuló diez meses con aumentos consecutivos.

- xi) Las expectativas de inflación de los analistas financieros a uno y dos años y las que se calculan con los papeles de deuda pública a más de dos años se incrementaron. Todas estas medidas son inferiores que el actual registro de inflación y se sitúan en la parte superior del rango meta.

En resumen, la inflación se mantiene por encima del límite superior del rango meta y el gasto interno de la economía continúa ajustándose a la menor dinámica del ingreso nacional. Las proyecciones indican que en el horizonte de acción de la política monetaria los choques temporales de precios se revertirán y los probables excesos de capacidad contribuirán a que la inflación converja a la meta en un entorno de expectativas de inflación ancladas. No obstante, el traslado parcial de la devaluación del peso a los precios y una eventual intensificación del fenómeno de El Niño podrían hacer más lenta dicha convergencia.

2. Discusión y opciones de política

Los miembros de la Junta resaltaron que la economía colombiana ha recibido un choque muy fuerte asociado a la caída de los precios del petróleo, que reduce el crecimiento y aumenta la inflación en el corto plazo (en la medida en que la devaluación se traslada parcialmente a los precios). Ese incremento de la inflación es temporal siempre y cuando las expectativas de inflación se mantengan ancladas cerca de la meta del Banco de la República. Por su parte, el menor crecimiento es la respuesta de la economía al ajuste necesario de la demanda interna ante un menor ingreso nacional, fruto del choque negativo de términos de intercambio.

Para algunos miembros de la Junta, la información reciente podría estar sugiriendo un crecimiento del producto menor al esperado por el equipo técnico y, dado el anclaje actual de las expectativas de inflación, consideraron apropiado esperar a tener mayor información sobre la evolución de variables que pueden incidir de manera significativa en el comportamiento futuro de la actividad productiva y las expectativas de inflación. Para ellos, esa nueva información contribuirá a balancear de mejor manera los riesgos entre una mayor inflación y un ajuste excesivo del crecimiento económico, que en el

corto plazo se contraponen para la decisión de la postura de política.

Otros miembros concuerdan en que la información reciente apunta a un menor crecimiento. Este grupo opinó que en estas condiciones, el escenario más probable es uno en el que se genere un exceso de capacidad productiva en el horizonte de política. Esto apuntalaría la convergencia de la inflación hacia la meta, y dado el anclaje actual de las expectativas de inflación, hace que la postura de política existente lleve al cumplimiento de sus objetivos. Así mismo señalaron que, si bien las expectativas de inflación se encuentran ancladas a la meta, los riesgos de que dejen de estarlo están asociados principalmente a la dinámica de corto plazo del tipo de cambio, la cual tiene una relación débil con la tasa de interés de intervención. Por lo tanto consideran fundamental fortalecer la comunicación con el público respecto de la naturaleza de la inflación y los mecanismos de convergencia de la misma hacia la meta de mediano plazo.

Otro grupo manifestó que la presión al alza de la inflación, proveniente del traslado de la devaluación a los precios, si bien es temporal, se manifiesta más rápidamente que la presión desinflacionaria proveniente de la desaceleración de la demanda interna y los excesos de

capacidad productiva. Esto puede desanclar las expectativas de inflación, produciendo un espiral de precios y una situación de inestabilidad que haga inevitables drásticas medidas de política en el futuro. Ese riesgo de desancla ha crecido significativamente en un escenario en el que la inflación completa medio año por encima del límite superior del rango meta, que ha seguido subiendo aun sustrayéndole la inflación de alimentos, y en el que el promedio de los indicadores de

inflación básica ha aumentado por décimo mes consecutivo y se sitúa también por encima del límite superior de dicho rango. Consideran además que, dado lo anterior y una tasa de interés real cercana a cero en los últimos meses, reajustes tempranos de la tasa de referencia podrían evitar posteriores alzas de mayor magnitud. En su opinión, un aumento de 25 pb sería una señal que contribuiría a que no se desanclen las expectativas a través del

fortalecimiento de la credibilidad del Banco.

3. Decisión de política

La Junta Directiva por unanimidad consideró mantener la tasa de interés de intervención en 4,5%. ●

*Minutas publicadas
en Bogotá D. C.,
el 4 de septiembre de 2015.*



Anexo 1

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. En agosto los términos de intercambio de Colombia recibieron un choque adicional por cuenta de una nueva reducción de los precios internacionales del petróleo. La cotización del crudo Brent se redujo en lo corrido de agosto 14,1%, en promedio, respecto a lo observado el mes anterior. Las preocupaciones por una mayor debilidad en la demanda global (principalmente de China), los altos niveles de inventarios de crudo, las perspectivas de que la oferta de petróleo seguiría siendo elevada y la fortaleza del dólar explican, en gran parte, esta caída. Los niveles actuales del precio del petróleo Brent (USD 46,8 por barril) se encuentran por debajo de lo esperado por el equipo técnico del Banco de la República para el promedio de la segunda mitad del año (USD 60 por barril).
2. Las cotizaciones del níquel y de otros metales exportados por algunos países de la región también han disminuido de forma importante en las últimas semanas, como consecuencia, principalmente, de la desaceleración más marcada en China. Por su parte, el precio internacional del café, si bien mostró algunos incrementos respecto al mes anterior, se mantiene en niveles relativamente bajos frente a los observados el año anterior.
3. Los registros más recientes de la actividad económica mundial confirman que el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia para 2015 sería menor que el del año anterior. Las cifras disponibles para el tercer trimestre sugieren que la zona del euro habría continuado expandiéndose a tasas modestas, mientras que China seguiría desacelerándose. Entretanto, las economías de América Latina crecen a tasas menores a las observadas en promedio durante los últimos años. En contraste, la actividad real estadounidense presentó una mejora, aunque no sería suficiente para com- pensar el bajo dinamismo de los demás socios comerciales del país.
4. En Estados Unidos, las cifras a julio de las ventas al detal, de confianza del consumidor y del mercado de vivienda presentaron algunas mejoras y sugieren que el gasto de los hogares se estaría consolidando como el principal motor de crecimiento de esta economía. Entretanto, la producción industrial siguió expandiéndose a tasas modestas. En el mercado laboral, la creación de empleo continúa a un ritmo favorable, con lo que la tasa de desempleo en julio se mantuvo en 5,3%. Con respecto a la variación anual de los precios, se observó en julio un incremento modesto en la inflación total (a 0,2%), mientras que los indicadores de inflación básica (1,8%) se mantuvieron estables.
5. En este contexto, las minutas de la reunión de julio del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal (Fed) sugieren que la tasa de interés

- subiría hacia finales del año y que continuaría con alzas graduales a futuro. Sin embargo, la fortaleza del dólar y el complicado panorama internacional representan importantes riesgos para la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos.
6. En la zona del euro, el producto interno bruto (PIB) registró una tasa de crecimiento trimestral de 0,3% entre abril y junio, lo cual representa una ligera desaceleración respecto a lo observado el trimestre anterior (0,4%). Los indicadores de confianza y las encuestas industriales para julio indican que la economía habría continuado expandiéndose a un ritmo modesto. Con respecto a la variación de los precios, en julio los indicadores anuales de inflación total (0,2%) y básica (1,0%) se mantuvieron relativamente estables en niveles bajos.
 7. En China, los datos a julio de producción industrial, de inversión en activos fijos y de exportaciones sugieren una profundización de la desaceleración de la actividad real. Adicionalmente, la inflación anual en julio se mantuvo en niveles bajos (1,6%). En este contexto, el banco central chino decidió modificar el mecanismo mediante el cual se fija la tasa de cambio del yuan con el dólar, lo cual llevó a una devaluación de esta moneda.
 8. En América Latina, los registros de crecimiento del PIB de Chile para el segundo trimestre muestran alguna moderación respecto a lo observado tres meses atrás, con lo que esta economía sigue expandiéndose a un ritmo lento. Por su parte las cifras de actividad real para junio sugieren alguna recuperación en Perú, aunque habría continuado presentando un bajo dinamismo. Por su parte, los registros para Brasil indican que se estaría presentando una profundización de la contracción que inició el año anterior.
 9. Los datos de inflación a julio en las economías de América Latina continuaron mostrando un comportamiento heterogéneo entre países, aunque con predominio de tendencias crecientes. En Chile y Perú se incrementó, como consecuencia, principalmente, de la depreciación de sus monedas. Por su parte, la variación anual de los precios en Brasil sigue alta y con una marcada tendencia creciente. En contraste, en México se redujo y se mantuvo dentro del rango meta de su banco central.
 10. En cuanto a los mercados financieros internacionales, se observó un incremento en los indicadores de volatilidad financiera, como consecuencia principalmente, de la devaluación del yuan y de los temores de una mayor desaceleración económica en China. En este contexto, el dólar continuó fortaleciéndose frente a las principales monedas del mundo, mientras que las tasas de los bonos de largo plazo de Estados Unidos y de los principales países de la zona del euro presentaron algunas reducciones.
 11. En el caso de América Latina, se observó un incremento de las primas de riesgo en lo corrido de agosto, mientras que las monedas de la región se han seguido depreciando frente al dólar. Este comportamiento ha sido especialmente marcado en el caso colombiano, donde los *Credit Default Swaps* a cinco años, se ubicaron en los niveles más altos desde 2009. Por su parte, el peso colombiano registró una depreciación de 7,6% al pasar de un valor promedio de COP 2.749 por dólar

en julio a COP2.959 por dólar un mes adelante.

■ Exportaciones e importaciones

12. Las exportaciones totales en dólares cayeron 31,5% en junio, debido al descenso registrado en el valor exportado de bienes de origen minero (-43%) y agrícola (-17,2%). En el primer caso, la caída se asocia en mayor medida a las menores exportaciones de crudo (-48%) y carbón (-29,2%). Por su parte las exportaciones de bienes agrícolas registraron caídas conjuntas en flores (-29,6%), banano (-26,5%) y café (-0,9%).
13. El resto de exportaciones tuvieron un crecimiento de 4,3%. Dentro de este grupo se destacan los incrementos en vehículos (141,5%), caucho y plásticos (22,2%), maquinaria y equipo (35,5%) y productos químicos (3,3%). Por destinos, se destacan los aumentos hacia México (106,8%), Estados Unidos (14,2%) y Chile (40,1%).
14. Durante el primer semestre del año las exportaciones totales registraron una caída de 31,2%. A esta caída contribuyeron las exportaciones de bie-

nes de origen minero (-42,3%) y del resto de productos (-7,2%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola aumentaron 3,5% en dicho periodo. La disminución de las exportaciones de bienes de origen minero se debió al descenso generalizado de los bienes de este grupo, siendo las principales caídas las registradas en crudo (-45,9%) y refinados (-57,8%). Dentro del resto de exportaciones se destacan las caídas en alimentos y bebidas (-13,9%), papel (-13,9%), carne (-52,8%) y minerales no metálicos (-16,2%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola crecieron 3,5% gracias al aumento de 17,3% en café.

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

15. La nueva información disponible sobre la dinámica de la actividad económica para el segundo trimestre de 2015 permite mantener el rango de pronóstico de crecimiento del PIB para este periodo presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 2,0% y 3,5%, con cifra más probable en 2,7%).

16. De acuerdo con las cifras de la encuesta mensual de comercio al por menor (EMCM) del DANE, las ventas minoristas sin combustibles se expandieron 5,2% anual en junio, por debajo de lo esperado por la SGEE (8,6%, sin corregir por días hábiles). En el trimestre abril-junio el crecimiento anual fue de 2,5%. Esta cifra revela una desaceleración con respecto a los registros de los primeros tres meses del año, cuando las ventas se incrementaron a una tasa anual de 5,4%. Cabe señalar que el aparente buen desempeño de las ventas al por menor en junio obedeció en gran medida a una baja base de comparación en el mismo mes de 2014.
17. Al descontar las ventas de vehículos, los crecimientos anuales para el agregado restante fueron 5,4% y 4,9% para junio y el segundo trimestre, respectivamente. Este segmento del comercio minorista también registró una desaceleración frente al registro del primer trimestre de 2015 (8,1% anual). El componente tendencial de la serie muestra un estancamiento que se ha prolongado desde hace varios meses.

18. Por su parte, según los resultados de la EMCM, las ventas de automotores registraron una expansión de 4,3% anual en junio. Con esto, el agregado para el segundo trimestre se contrajo 9,1% frente al mismo periodo de 2014. Esto significó una profundización de la caída al comparar con lo observado para el primer trimestre (-6,7%). Es importante resaltar que la expansión de estas ventas también se dio en un contexto de baja base de comparación en junio del año pasado.
19. Una estimación del equipo técnico del Banco de la República, a partir de las cifras de la EMCM, sugiere que en junio las ventas de bienes no durables, semidurables y durables se expandieron, en su orden, 5,6%, 2,5% y 4,3% anual. Los agregados del segundo trimestre para los tres casos registraron crecimientos del orden de 5,9%, 2,3% y -9,1% anual, lo que significó una desaceleración frente al cálculo de los primeros tres meses del año, cuando se registraron tasas de crecimiento anual de 8,1%, 7,3%, y -6,7%, respectivamente.
20. Otros indicadores que guardan una alta correlación histórica con el crecimiento del consumo de los hogares también permiten prever un desempeño moderado de este rubro del PIB. De acuerdo con el balance de ventas de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República, en junio la serie no registró variaciones significativas con respecto a lo observado en mayo, con lo que el promedio para el segundo trimestre se ubicó en niveles similares a los del primero.
21. Asimismo, los indicadores recientes del mercado laboral sugieren que la TD habría dejado de caer, debido a una reducción en el número de ocupados. Aunque el empleo asalariado continúa explicando la mayor parte del empleo generado, se ha desacelerado.
22. Con respecto a la formación bruta de capital fijo, el balance de las expectativas de inversión de la EMEE a junio sugiere nuevamente que el gasto en inversión distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles podría registrar nuevas desaceleraciones en el segundo trimestre.
23. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial creció en términos anuales 1,5% en junio, resultado por debajo de lo previsto (3,5%). No obstante, con este dato, durante el segundo trimestre y el año corrido, la manufactura se contrajo 1,9% y 2,0%, respectivamente. Al excluir la refinación de petróleo, la industria restante creció 2,8% en junio (-0,5% en el trimestre y +0,2% año corrido).
24. La heterogeneidad en el comportamiento de los sectores se mantiene. Mientras que en algunos se apreciaron importantes crecimientos (elaboración de bebidas (6,0%), confección de prendas de vestir (8,6%), fabricación de productos de plástico (8,0%) y fabricación de otros productos químicos (8,6%)), en otros, por el contrario, se observaron retrocesos significativos; es el caso de coquización, refinación de petróleo, y mezcla de combustibles (-4,9%) y las industrias básicas de hierro y de acero (-9,5%). En lo que se refiere a la refinación de petróleo, se estima que la planta de Cartagena deberá retomar operaciones a finales de este año y según anuncios de Ecopetrol, se prevé que esté funcionando al ciento por ciento en marzo de 2016.

25. Otros indicadores de la industria para el mes de junio presentaron algunas mejorías. De acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo, el indicador de pedidos repuntó levemente frente al mes anterior, mientras que el de existencias se redujo; los componentes tendenciales sugieren una leve mejoría. Por otra parte, las expectativas de los industriales acerca de la producción a tres meses se incrementaron ligeramente frente al mes anterior; su tendencia, por el contrario, es descendente. Como resultado de esto, el índice de confianza de los industriales mejoró, pero su componente tendencial se mantuvo plano.
26. En el sector de la construcción, la información para el segundo trimestre sugiere una desaceleración de la actividad y la posibilidad de un debilitamiento hacia la segunda mitad de 2015 y el próximo año. Aunque la producción de cemento mostró un crecimiento anual de 4,9% en junio, que se ubica por encima de su promedio desde 1993 (3,1%), para el segundo trimestre es de 4,3%, lo que implica una desaceleración frente a lo observado entre enero y marzo (7,8%). Algo similar ocurrió con los despachos de cemento, que en junio y en el segundo trimestre mostraron una expansión de 10,2% y 5,8%, respectivamente (8,1% en los primeros tres meses del año). Adicionalmente, pese a que en junio las licencias de construcción reportaron un crecimiento de 19,5%, en lo corrido del año la caída está alrededor del 9% (acumulado doce meses -5,5%).
27. La información para el tercer trimestre de 2015 es aún escasa y no permite definir una tendencia clara sobre el rumbo de crecimiento de la economía. Sin embargo, es importante señalar que en julio de 2015 el indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo cayó de manera importante frente al registro de junio. Con esto, el ICC se ubicó por debajo del promedio para el segundo trimestre y de aquel calculado desde 2001.
28. Al desagregar en sus componentes se observó un desplome de los índices de condiciones económicas (ICE) y de expectativas de los consumidores (IEC). Adicionalmente, se ajustaron a la baja las intenciones de compra de bienes durables y de compra de vehículo, en línea con los altos niveles observados en la tasa de cambio nominal.
29. A pesar de lo anterior, las cifras de cartera de consumo arrojan una señal positiva sobre el desempeño del consumo privado. En julio este agregado se expandió 13,7% anual en términos nominales, lo que significó una aceleración con respecto al 12,8% observado para el agregado del segundo trimestre. Adicionalmente, las tasas de interés reales de consumo y de tarjeta de crédito en el margen han caído.
30. Por el lado de la oferta, como se esperaba, la producción de petróleo se ubicó por debajo del millón de barriles diarios (945 mbd) en julio debido al impacto de los atentados a la infraestructura. Esto implicó una contracción mensual de 6,2% y una anual de 2,4%. En lo corrido del año, la producción se sitúa en 1.012.000 de barriles en promedio, lo que resulta en una expansión de 3,4%.
31. La producción de café se ubicó en 1.463.000 sacos en julio, 18,4% más que la del mismo mes del año anterior. En lo corrido del año, la producción acumula

7,7 millones de sacos y una expansión anual de 13,8%. Este es el resultado de la consolidación del programa de renovación del parque cafetero.

32. Por último, en julio la demanda de energía total aumentó 2,8% anualmente. El componente regulado lo hizo en 3,9% y el no regulado en 2,3%. Tanto en niveles como en tendencia, la demanda de energía total continuó expandiéndose.
33. Dado lo anterior, para todo 2015 se mantiene el pronóstico de crecimiento entre 1,8% y 3,4%, con cifra más probable de 2,8%.

III. Comportamiento de la inflación y precios

34. Luego de una pausa durante mayo y junio, en julio la inflación anual al consumidor repuntó levemente a 4,46% desde 4,42% un mes atrás (Cuadro 1). La aceleración de la inflación en el último mes se concentró en los transables sin alimentos ni regulados y en los regulados. La variación mensual, por su parte, fue de 0,19%, nivel que superó a la esperada por el mercado (0,12%), pero relativamente cerca de la estimada por la SGEE.

35. La inflación año corrido se situó en julio en 3,52%, superando el 2,73% para el mismo período del año anterior. El aumento de la inflación anual desde diciembre del año pasado (3,66%) a julio se explica en un 77,3% por las alzas en los precios del componente transable sin alimentos ni regulados. Le siguen los precios de los alimentos, cuya contribución fue de 36,7%, (sobre todo por los alimentos procesados), y el IPC de no transables sin alimentos ni regulados aportó 22,5%. Por el contrario, el IPC de regulados tuvo una contribución negativa (-36,5%) (Cuadro 1).

36. Cabe señalar que la inflación de transables (incluidos alimentos y regulados) pasó de 2,27% en diciembre a 4,94% en junio y a 5,27% en julio. Por su parte, la variación de los precios de los no transables total que había sido 4,53% en diciembre cayó a 4,1% y a 3,96% en julio.

37. En julio el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica aumentó por décimo mes consecutivo, situándose en 4,3% y superando en 13 pb y 121 pb, a los registros de junio y diciembre pasados,

respectivamente. Este promedio es el mayor desde octubre de 2009. Todos los indicadores aumentaron en julio respecto a junio, excepto el núcleo 20 (4,27%). El IPC sin alimentos sigue registrando el menor nivel (3,98%) y es el único indicador que aún alcanza a situarse por debajo del techo del objetivo inflacionario. Por su parte, el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos, aumentó a 4,64%, presentando el mayor registro; el IPC sin alimentos ni regulados cerró en 4,26% (Cuadro 1).

38. Dentro del segmento del IPC sin alimentos ni regulados, la variación anual del componente transable (4,7%) ha aumentado continuamente desde agosto del año pasado. Esta tendencia se acentuó en el último mes, cuando se observó un alza de 52 pb en el indicador (Cuadro 1). De esta forma, la transmisión del tipo de cambio a los precios al consumidor, que había sido lenta a finales del año pasado y comienzos de este, está tendiendo a asemejarse a lo observado en años anteriores. Al respecto, cabe señalar que, desde julio de 2014 hasta julio de 2015, la tasa de

Cuadro 1
Comportamiento de la inflación a julio de 2015

Descripción	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15	jul-15	Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la aceleración del año corrido
Total	1,94	2,51	2,79	2,86	3,66	4,56	4,42	4,46	100,00	100,00
Sin alimentos	2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,46	3,72	3,98	510,12	63,27
Transables	1,40	1,65	1,94	1,59	2,06	3,46	4,17	4,69	339,08	77,26
No transables	3,76	3,55	3,45	3,26	3,38	3,56	3,98	3,95	(31,50)	22,50
Regulados	1,05	2,21	2,14	3,25	4,84	3,25	2,55	2,99	202,54	(36,48)
Alimentos	0,86	2,23	3,11	3,25	4,69	7,37	6,20	5,67	(410,12)	36,73
Perecederos	-0,16	3,17	8,92	7,61	46,74	21,57	10,73	7,99	(295,89)	(34,72)
Procesados	-0,24	0,92	1,44	2,14	2,54	5,99	6,00	5,71	(127,95)	60,39
Comidas fuera del hogar	3,26	4,13	3,52	3,23	3,51	3,59	4,45	4,51	13,72	11,06
Indicadores de inflación básica										
Sin alimentos	2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,46	3,72	3,98		
Núcleo 20	2,72	2,86	3,04	2,89	3,42	3,70	4,24	4,20		
IPC sin perecederos, ni comb. ni servicios públicos	2,19	2,53	2,53	2,39	2,76	3,95	4,54	4,64		
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,74	2,81	2,55	2,81	3,52	4,06	4,26		
Promedio indicadores inflación básica	2,51	2,69	2,76	2,63	3,06	3,65	4,14	4,27		

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

cambio acumula un aumento de 47,0% contra el dólar, reflejándose en un ajuste, para ese mismo periodo, de 4,7% en el IPC de transables sin alimentos ni regulados. La depreciación del peso contra las monedas de otros países de donde también se importan bienes de consumo ha sido más baja, por lo que debería estar teniendo un impacto inflacionario menor.

39. En julio, nuevamente las alzas en los rubros del componente transable del IPC sin alimentos ni regulados fueron generalizadas. Artículos como vehículos, lavadoras y pasajes aéreos registraron ajustes anuales a este mes que superan el 8,8%.
40. Respecto al IPC de no transables sin alimentos ni regulados, en julio su variación anual no presentó cambios

de importancia, situándose en 3,95%. Este nivel supera el observado en diciembre pasado (3,4%) (Cuadro 1). En el último mes se observaron disminuciones en el subgrupo de diversión, cultura y esparcimiento (por boletas de fútbol) que compensaron alzas en ítems sensibles al tipo de cambio y en arriendos (con una variación anual que aumentó 8

- pb a 3,35%). Otros rubros que tienden a ser indexados mantuvieron su variación anual estable.
41. Por segundo mes en lo corrido del año, la variación anual del grupo de regulados aumentó. En esta oportunidad pasó de 2,6% en junio a 3,0% en julio (Cuadro 1). El indicador se mantiene por debajo del registro de diciembre, gracias a las rebajas en el precio de la gasolina registradas en el primer trimestre. El alza en la variación anual de regulados en el último mes es atribuible al aumento anual de las tarifas de los servicios públicos (de 4,4% en junio a 5,4% en julio) debido principalmente al incremento en el IPC de gas (11,2% en junio a 16,5% en julio). Las variaciones anuales de combustibles permanecieron estables en -5,5%, al igual que las de transporte en 4,1%.
 42. En julio la inflación anual de alimentos (5,7%) cayó con respecto a junio (6,2%), pero sigue siendo superior al registro de diciembre pasado (4,7%). Por componentes, se observó que los alimentos procesados bajaron de 6,0% en junio a 5,7% en julio, comportamiento explicado principalmente por la caída mensual de 3,7% del precio del arroz, gracias a la mejor oferta. Asimismo, los perecederos se redujeron de 10,7% a 8,0%, comportamiento vinculado al descenso significativo de -15,5% en el precio de la papa. Por su parte, las comidas fuera del hogar permanecieron estables en 4,5%.
 43. Las presiones de costos no laborales vienen aumentando en los dos últimos meses, según lo sugiere el incremento en la variación anual de los precios al productor (IPP) de la oferta interna (producidos y consumidos más importados) de 5,0% en junio a 6,4% en julio. Esta nueva alza está asociada, sobre todo, con la depreciación del peso frente al dólar de los últimos meses, la cual impulsó de nuevo al IPP de bienes importados de 12,1% en junio a 16,9% en julio. También, el componente local contribuyó a la mayor inflación al productor al pasar de 3,2% en junio a 3,5% en julio. A su vez, el segmento local del IPP estuvo jalonado por todos sus componentes principales: agropecuario (de 6,7% a 7,0%), industria (de 2,6% a 2,9%) y minería (de -3,6% a -3,0%).
 44. Con información a junio y julio, los salarios seguían mostrando ajustes compatibles con el rango meta de inflación. Los de la construcción a julio (tanto vivienda como construcción pesada) se ajustaron a tasas anuales de alrededor del 4,0%. Por su parte, los de comercio a junio lo hicieron al 4,2% anual, una tasa menor que en meses anteriores según la muestra del comercio al por menor. Los de la manufactura aumentaban a tasas del 7,0%, lo cual representa un cambio importante frente al ajuste que se observaba a finales de 2014 (3,0% aproximadamente). Sin embargo, en este caso, un cambio amplio de la muestra manufacturera a comienzos de este año, impide hacer empalmes y comparar los nuevos resultados con los anteriores.
 45. Las expectativas de inflación para diciembre de este año obtenidas a partir de la encuesta mensual a analistas financieros, con información a la segunda semana de agosto, aumentaron de manera significativa entre julio (3,89%) y agosto (4,21%). La inflación esperada a doce meses, obtenida de la misma encuesta,

igualmente subió de 3,11% en julio a 3,47% en agosto. A su vez, en promedio, las expectativas de inflación derivadas de los TES para dos, tres, cinco y diez

años en lo corrido de agosto han aumentado 64 pb, 64 pb, 52 pb y 16 pb, respectivamente, frente a los datos promedio de julio. De esta manera, los *break-even*

inflation (BEI) a dos, tres, cinco y diez años se ubicaron en 3,64%, 3,55%, 3,59% y 4,08%, respectivamente.

◆ Comunicados de prensa

Junta Directiva del Banco de la República presenta segundo informe del año 2015 al Congreso

3 de agosto de 2015

El Banco de la República entregó hoy el segundo *Informe de la Junta Directiva del 2015 al Congreso de la República*. En él se hace un análisis del entorno económico internacional, del desempeño de la economía colombiana en lo corrido de 2015 y de las perspectivas para el presente año. Se profundiza en temas de interés como la inflación, el desempeño del mercado laboral, el balance externo, y el sector financiero. Así mismo se discute el manejo de las reservas internacionales y la situación financiera del Banco de la República.

El *Informe* analiza el impacto que sobre la economía colombiana ha tenido el choque externo a los términos de intercambio, lo que en un ambiente de desaceleración de los socios comerciales, ha afectado de forma significativa variables macroeconómicas tan importantes como las exportaciones, la cuenta corriente, la tasa de cambio, la inflación y el ritmo de crecimiento económico. Pese a la severidad del choque, la economía colombiana viene registrando un ajuste ordenado a las nuevas condiciones externas, apoyado entre otros factores en un régimen de tipo de cambio flexible adoptado en el país desde fines de los noventa. La solidez de su marco institucional de política macroeconómica, continúa ubicando a Colombia, como una de las economías más estables y de mayor crecimiento en América Latina, lo que le ha permitido al país ganar la confianza de los inversionistas nacionales e internacionales y obtener la calificación de grado de inversión.

De allí la importancia que reviste este nuevo *Informe al Congreso* que se entrega en un momento tan crucial para la economía colombiana. Los análisis que en este documento se presentan, contribuirán a lograr un mejor entendimiento de la nueva

realidad económica del país, sus fortalezas y vulnerabilidades, y los dilemas de política por parte de los honorables miembros del Congreso y del público en general.

El gerente general del Banco de la República, José Darío Uribe, presenta: “Situación actual y perspectivas de la economía colombiana”

3 de agosto de 2015

1. Crecimiento económico

En el primer semestre de 2015 la dinámica de la actividad económica mundial ha sido más débil que la esperada. En ese periodo el crecimiento de los Estados Unidos se moderó y la zona del euro y Japón mantienen una lenta recuperación. China se ha desacelerado un poco más de lo proyectado, mientras que las grandes economías de América Latina registran crecimientos bajos o negativos e inferiores a los estimados. Estos resultados han incidido en una demanda externa para los productores colombianos más débil que la estimada un trimestre atrás.

El dólar sigue fortaleciéndose y se espera que la Reserva Federal de los Estados Unidos aumente su tasa de interés en el presente año. El precio internacional del petróleo descendió al igual que otras cotizaciones de bienes básicos que exporta Colombia. Esto ha generado una caída en los términos de intercambio, con un efecto negativo sobre el ingreso nacional, y ha contribuido al aumento de las medidas de riesgo del país. Todo esto explica en parte la fuerte devaluación del peso frente al dólar, la cual contribuye a amortiguar parcialmente

el efecto negativo de los menores términos de intercambio sobre el crecimiento.

En estas condiciones, el gasto interno de Colombia se está ajustando a la menor dinámica del ingreso nacional. Para el segundo trimestre de 2015, los indicadores de comercio al por menor, de confianza al consumidor y del comercio, de expectativas económicas, de importaciones de bienes de capital y de consumo, muestran que la demanda interna se desaceleró. Con lo anterior y con la evolución observada de la demanda externa de bienes y servicios nacionales, el equipo técnico estima que el crecimiento económico para el segundo trimestre de 2015 habría sido similar al registrado en el primero. Para todo 2015, la cifra más probable se revisó desde 3,2% a 2,8%, contenida en un rango entre 1,8% y 3,4%. Respecto a la proyección de abril pasado, esta revisión obedeció principalmente a menores crecimientos esperados de nuestros socios comerciales, del consumo público y de la construcción de edificaciones.

2. Inflación

En junio la inflación anual al consumidor (4,42%) se mantuvo relativamente estable y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica (4,14%) aumentó por noveno mes consecutivo. La menor dinámica en la oferta de alimentos, la transmisión de la depreciación nominal a los precios al consumidor y el incremento en los costos de las materias primas importadas, explican en gran parte la aceleración de la inflación en lo corrido del año.

Las proyecciones del equipo técnico sugieren que a finales de 2015 la inflación estará cerca de los actuales niveles e iniciará su proceso de convergencia a la meta (3%) a comienzos de 2016. Hasta el momento, los indicadores disponibles de expectativas de inflación muestran que los agentes también perciben el incremento de los precios al consumidor como un fenómeno de naturaleza transitoria. Así lo indican las expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años, y

las que se derivan de los TES a dos, tres y cinco años, las cuales continúan cerca del 3%.

No obstante, existe el riesgo de que la depreciación del peso y la persistencia de El Niño posterguen la convergencia de la inflación a la meta de manera directa y por la activación de mecanismos de indexación.

3. Decisiones de política monetaria

Según el contexto económico descrito, la inflación se mantiene por encima del límite superior del rango meta y el gasto interno de la economía está ajustándose gradualmente a la menor dinámica del ingreso nacional. Se espera que en el horizonte de acción de la política monetaria los choques temporales de precios se reviertan en un entorno de expectativas de inflación ancladas en la meta. No obstante, existe el riesgo de que movimientos necesarios en un precio relativo, como es la tasa de cambio, desanclen las expectativas de inflación a más de un año o contagien de manera persistente los indicadores de inflación básica, o que el ajuste del gasto no sea en la magnitud compatible con la estabilidad macroeconómica.

En estas condiciones, la Junta consideró apropiado mantener la tasa de interés en 4,5%. La Junta continuará haciéndole seguimiento a la inflación y las expectativas de inflación, al tamaño del ajuste del gasto interno y a su coherencia con el nivel de ingreso de largo plazo, a la sostenibilidad del déficit externo y, en general, a la estabilidad macroeconómica. También reiteró su compromiso de mantener la inflación y sus expectativas ancladas en la meta, reconociendo el incremento transitorio del nivel de precios.

Compra de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario en el mes de julio de 2015

10 de agosto de 2015

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

Durante el mismo mes, el Banco no efectuó compras ni ventas definitivas de TES B. Al finalizar julio, el saldo de dichos títulos en su poder ascendió a \$1.524,8 miles de millones de pesos.

Junta Directiva del Banco de la República mantiene la tasa de interés de intervención en 4,5%

21 de agosto de 2015

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión de hoy decidió mantener la tasa de interés de intervención en 4,5%. En esta decisión, la Junta tomó en consideración principalmente los siguientes aspectos:

En julio la inflación anual al consumidor (4,46%) aumentó levemente. El promedio de las cuatro medidas de inflación básica (4,29%) subió por décimo mes consecutivo. Las expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años y las que se derivan de los TES a dos, tres y cinco años se incrementaron y continúan en la mitad superior del rango meta.

La transmisión de la depreciación nominal a los precios al consumidor y el incremento en los costos de las materias primas importadas, así como la menor dinámica en la oferta

de alimentos, explican en gran parte la aceleración de la inflación en lo corrido del año.

El traslado de parte de la devaluación del peso a los precios al consumidor y la persistencia del fenómeno de El Niño pueden hacer 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 activación de mecanismos de indexación.

Las cifras de actividad económica mundial continúan reflejando una débil dinámica de la demanda externa e inferior a la registrada en 2014. En los Estados Unidos y la zona euro la economía continúa recuperándose pero a tasas algo inferiores a las previstas. En China, la actividad económica continúa desacelerándose y las principales economías de América Latina registran crecimientos bajos o contracciones del producto.

El riesgo de una mayor desaceleración económica en China y la sorpresiva devaluación del yuan generaron volatilidad en los mercados financieros mundiales y en los precios de algunos productos básicos. El dólar se sigue fortaleciendo y se espera que en lo que resta de este año la Reserva Federal de los Estados Unidos aumente su tasa de interés.

El precio internacional del petróleo tuvo un descenso significativo y las cotizaciones de varios productos básicos que importa Colombia dejaron de caer. Si estos niveles en los precios de las exportaciones e importaciones se mantienen, los términos de intercambio y el ingreso nacional caerían más de lo previsto. Esto explica en gran medida la fuerte devaluación del peso frente al dólar en comparación con las monedas de otros países.

En Colombia, para el segundo trimestre los indicadores de comercio al por menor, de confianza al consumidor y del comercio, y de expectativas económicas, indican que la demanda interna continúa debilitándose. La industria se contrajo y los indicadores de construcción sugieren una desaceleración en el sector. Las cifras de julio muestran una caída en la producción de petróleo, mientras que la producción de café aumentó. Con lo anterior y dada la evolución observada de la demanda

externa de bienes y servicios nacionales, el equipo técnico mantuvo la estimación del crecimiento económico para todo 2015 en un rango entre 1,8% y 3,4% con 2,8% como cifra más probable.

En resumen, la inflación se mantiene por encima del límite superior del rango meta y el gasto interno de la economía continúa ajustándose a la menor dinámica del ingreso nacional. Las proyecciones indican que en el horizonte de acción de la política monetaria los choques temporales de precios se revertirán y los probables excesos de capacidad contribuirán a que la inflación converja a la meta en un entorno de expectativas de inflación ancladas. No obstante, el traslado parcial de la devaluación del peso a los precios y una eventual intensificación del fenómeno de El Niño podrían hacer más lenta dicha convergencia.

La Junta seguirá haciendo 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. Reitera, además, que la política monetaria dependerá de la información disponible.

Tercer Informe de Sostenibilidad del Banco de la República

24 de agosto de 2015

El Banco de la República presenta el tercer *Informe de Sostenibilidad*, en el cual se dan a conocer aspectos relevantes de su gestión en los ámbitos económico, social y ambiental

El *Informe de Sostenibilidad* se enmarca dentro de las buenas prácticas de transparencia y rendición de cuentas adoptadas por el Banco, quien tiene la responsabilidad de entregar a la sociedad la información necesaria para que sus acciones sean evaluadas frente a su mandato legal.

El Banco, por su transparencia y capacidad de gestión, ha sido reconocido por quinto año consecutivo como la institución del Estado que mayor confianza genera entre los colombianos (encuesta de Cifras & Conceptos). Así mismo, ha recibido reconocimientos internacionales por su capacidad de reacción para mantener la inflación alrededor de la meta y contribuir al crecimiento sostenido de la economía, por su labor como administrador de las reservas internacionales, y por la nueva familia de monedas, que ocupó el primer lugar como la mejor nueva serie de monedas circulantes a nivel mundial.

Nuestra actividad cultural se desarrolla a través de una amplia red de bibliotecas, museos del oro en varias ciudades, museos de arte y otras colecciones, y la labor musical. El Museo del Oro es reconocido internacionalmente dentro de los museos más importantes del mundo, algunos de los cuales exhibieron con orgullo, en 2013 y 2014, parte de nuestra colección (Museo Británico y Castillo Real de Varsovia). En los últimos dos años, se realizaron 3 exposiciones de talla internacional (Dürero, Vik Muniz y William Kentridge), más de 300 conciertos en 28 ciudades, más de 18 millones de personas visitaron las sedes cultu-

rales del Banco y el portal virtual recibió más de 40 millones de consultas.

En el ámbito social, también se destaca la contribución del Banco como promotor de la generación de conocimiento y de la formación de capital humano. Entre 1980 y 2014 patrocinó a 1.190 colombianos, quienes se han beneficiado de estudios de posgrado y doctorado en las mejores universidades del mundo y muchos de ellos han aportado sus conocimientos a la academia y al sector público del país.

Las sedes del Banco se han venido adecuando teniendo en cuenta criterios de sostenibilidad, propiciando espacios cómodos, seguros, incluyentes, y amigables con el medio ambiente. La nueva Agencia Cultural de Neiva y la restauración del Museo del Oro Tayrona de Santa Marta, son ejemplo de construcciones sostenibles. Estos criterios de sostenibilidad también se están teniendo en cuenta en la construcción de las nuevas sedes culturales de Manizales, San Andrés y Buenaventura.

El propósito del *Informe de Sostenibilidad* es facilitar la comprensión de las funciones del Banco de la República y la manera como su gestión contribuye al bienestar de la sociedad en los ámbitos económico, social y ambiental.