◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 24 de junio de 2015

El 24 de junio 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 estadístico[1].

1. Contexto macroeconómico

i) Las nuevas cifras de actividad económica global sugieren que el crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia para 2015 podría ser algo menor que lo estimado en el informe trimestral pasado (1,3%). La recuperación económica en los Estados Unidos estaría siendo más lenta de lo proyectado, mientras que la zona del euro y Japón siguen presentando crecimientos bajos. La economía china continúa desacelerándose, y las cifras de actividad económica de los principales países de

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

la región sugieren que su producto se expandirá a tasas bajas o negativas. Con ello, es factible que en 2015 el crecimiento económico promedio de nuestros socios comerciales sea menor que el observado un año atrás.

ii) En los Estados Unidos se espera que el incremento en la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal se inicie hacia finales del presente año. Por su parte, el banco central de la zona del euro continuó realizando estímulos monetarios, en medio de una elevada incertidumbre sobre la permanencia de Grecia en la zona.

iii) En los Estados Unidos y en la zona del euro aumentaron las tasas de interés de los títulos de largo plazo de la deuda pública, pero se mantienen en niveles menores que el promedio registrado en 2014. El dólar retomó su tendencia hacia la apreciación, pero con una pendiente menos marcada que la observada a inicios de año. En lo corrido del año y dentro de los principales países de la región con un esquema de inflación objetivo, el real brasileño y el peso colombiano han sido las monedas más depreciadas frente al dólar.

iv) En lo corrido del mes de junio, los precios del petróleo presentaron niveles superiores a lo proyectado para todo 2015, pero sus cotizaciones siguen siendo muy inferiores al promedio observado en el último lustro. El promedio de los precios de los bienes que importa Colombia ha descendido, pero a un menor ritmo que la caída de los precios exportados. Este comportamiento indica que, en 2015, el nivel de los términos de intercambio será bajo y similar al registrado a inicios de 2009, y que se presentará una pérdida significativa en la dinámica del ingreso nacional.

v) El anterior comportamiento de la demanda externa y de los precios de los bienes básicos se ha visto reflejado en los resultados de comercio exterior en dólares. En términos anuales, el valor de las exportaciones volvió a descender en abril, caída explicada principalmente por las de origen minero, en especial por el menor nivel del precio del petróleo respecto a un año atrás. En el mismo mes, las ventas externas de los principales productos agrícolas y del resto de sectores también descendieron. En el acumulado de los cuatro primeros meses del año, las exportaciones totales en dólares han caído 29%; las de origen minero han descendido 40,2% y las del resto de sectores -9,4%; las ventas externas agrícolas aumentaron 16,9%.

vi) En abril las importaciones totales en dólares cayeron 18,2% anual. El mayor descenso, presentado por las destinadas a bienes de capital (-23,2%), seguidas de materias primas (-17,5%) y bienes de consumo (-12,3%). Con ello, en los cuatro primeros meses de 2015 las compras totales externas acumulan una caída de 8,1%, hecho explicado por el descenso de las importaciones de materias primas (-16%), de consumo (-2%) y en menor medida de capital (-1%).

vii) El comportamiento de las exportaciones e importaciones y el de otros rubros de la balanza de pagos indican que en el primer trimestre de 2015 el déficit de la cuenta corriente relativo al PIB sería mayor que el registrado en todo 2014.

viii) En el contexto interno, el crecimiento del primer trimestre de 2015 (2,8%) se desaceleró en línea con lo estimado por el equipo técnico. La demanda interna creció a menor ritmo que un trimestre atrás, pero a una tasa mayor que la proyectada debido a la dinámica de la inversión. Las exportaciones netas

cayeron, y su aporte negativo al crecimiento resultó superior a lo estimado, debido al fuerte aumento de las importaciones reales.

ix) Por el lado de la oferta, en el primer trimestre de 2015 los sectores más dinámicos fueron las obras civiles; comercio, reparación, restaurantes y hoteles; establecimientos financieros, seguros y actividad inmobiliaria. Por su parte, la industria manufacturera y la explotación de minas y canteras fueron los únicos sectores que presentaron un descenso en su actividad.

x) La nueva información para el segundo trimestre de 2015, de comercio al por menor, de confianza del consumidor y la encuesta de expectativas económicas del Banco de la República, sugieren que el consumo privado crece a una tasa algo menor que la registrada a inicios de año. Por el lado de la oferta, en abril la producción industrial manufacturera volvió a contraerse.

xi) En el mercado laboral, las cifras a abril de 2015 registraron un leve incremento de la tasa de desempleo (desestacionalizada), pero sus niveles siguen siendo históricamente bajos.

xii) En mayo la deuda total de las empresas creció a una tasa algo superior que la registrada en el primer trimestre, mientras que la de los hogares continúa desacelerándose. Ambos saldos crecen a una tasa mayor que el aumento del PIB nominal estimado para 2015. Lo anterior se ha dado junto con unas tasas de interés (comercial y consumo) que en términos reales siguen en niveles inferiores a sus promedios históricos (exceptuando tarjetas de crédito).

xiii) En materia de precios, en mayo la inflación descendió y se situó en 4,41%, cifra algo menor que la proyectada por el promedio del mercado y por el equipo técnico. La desaceleración de la inflación se explicó por el menor ritmo de aumento en los precios de los alimentos. Los demás grupos: regulados y transables y no transables sin alimentos ni regulados se aceleraron y sus tasas de aumento se sitúan en la parte superior del rango meta.

xiv) El promedio de las medidas de inflación básica completó ocho meses con incrementos y se situó en 3,99%. Las medidas de expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años y las que se derivan de los TES a 2, 3 y 5 años se mantienen en un rango entre 3,0% y 3,5%.

En resumen, la desaceleración que se inició a finales de 2014 continúa en 2015. La inflación disminuyó y sus expectativas continúan cerca del 3%. El gasto interno de la economía continúa su proceso de ajuste debido a la menor dinámica del ingreso nacional.

2. Discusión y opciones de política

En opinión de los miembros de la Junta, la nueva información disponible corrobora que continúa el proceso de ajuste ordenado al que se habían referido en reuniones anteriores, marcado por una reducción gradual en el crecimiento de demanda interna y del producto. Todo ello va en línea con la convergencia de la inflación a la meta de largo plazo y contribuye a la reducción en el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En materia de precios, destacaron que la inflación anual se redujo, pero aumentaron las inflaciones básicas. El incremento en los precios de algunos bienes y servicios ha tenido una persistencia mayor a la esperada, lo que ha elevado las proyecciones de inflación para el 2015. Sin embargo, el buen anclaje de las expectativas de inflación y los excesos de capacidad instalada que se generarán como consecuencia de la desaceleración del producto permiten prever que la inflación convergerá a la meta en el horizonte de política.

Señalaron también que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos es una vulnerabilidad para la economía colombiana. El menor crecimiento de la demanda interna y la devaluación real del peso son elementos necesarios para reducirlo paulatinamente.

Finalmente, subrayaron que la flexibilidad cambiaria es un elemento fundamental del esquema de inflación objetivo, que permite que la tasa de cambio absorba choques externos. Este marco de política le ha permitido a la economía colombiana afrontar los choques de términos de intercambio y la volatilidad de los mercados financieros internacionales.

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 7 de septiembre de 2015.

anexos

Anexo 1

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. En lo corrido de junio, el promedio del precio internacional del petróleo se ubica ligeramente por debajo de lo observado en mayo, aunque continúa por encima de los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República. La decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de no reducir su cuota de producción, la apreciación del dólar y la menor demanda por este bien explican gran parte de esta caída.
2. Por otra parte, las cotizaciones del níquel y de otros metales exportados por algunos países de la región han caído, y los precios del café y de algunos alimentos que importa Colombia se mantienen en niveles bajos.
3. La dinámica reciente de los precios de los bienes que exporta e importa el país indica que en 2015 los términos de intercambio serán bastante menores frente al año anterior y similares a los registros de comienzos de 2009. Esto último continuará afectando de forma negativa la dinámica del ingreso nacional.
4. Los registros más recientes de la actividad económica mundial muestran que el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia para 2015 sería menor que el del año anterior y que el proyectado por el equipo técnico del Banco de la República en el *Informe sobre Inflación* de marzo. Las cifras disponibles para el segundo trimestre sugieren que la reactivación de la actividad real en Estados Unidos sería más débil que lo esperado, mientras que la zona del euro habría continuado expandiéndose a tasas muy modestas. Entretanto, la economía de China seguiría desacelerándose.
5. En Estados Unidos, las cifras a mayo de las ventas al detal y del mercado de vivienda presentaron algunas mejoras, aunque siguen creciendo a unas tasas moderadas. Mientras tanto, la producción industrial siguió desacelerándose. En el mercado laboral, la creación de empleo continúa a un ritmo favorable, con lo que la tasa de desempleo en mayo se ubicó en niveles bajos (5,5%). Con respecto a la inflación, su registro anual pasó de -0,2% en abril a 0% un mes adelante, gracias, en gran parte, al alza en el precio de los combustibles. Al excluir energía y alimentos, la inflación disminuyó en 0,1 puntos porcentuales y se situó en 1,7%.
6. En este contexto, el comunicado de prensa y las proyecciones de los miembros del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal (Fed) sugieren que la tasa de interés de referencia podría subir hacia finales del año, pero que los incrementos se darían de manera más gradual que lo indicado en la reunión de marzo.
7. En la zona del euro, las cifras de actividad real, los indicadores de confianza y las encuestas industriales para el segundo trimestre, sugieren que la economía habría continuado

reactivándose lentamente. No obstante, la posibilidad de que Grecia incumpla con sus obligaciones crediticias ante la ausencia de un acuerdo con sus acreedores, presenta un riesgo cada vez mayor para la recuperación económica de la región. Respecto a la inflación anual, en mayo aumentó a 0,3% como consecuencia, principalmente, del aumento en el precio de los combustibles. Al excluir alimentos y combustibles, la inflación básica se ubicó en 0,9%.

8. En China las cifras de mayo indican que la actividad económica continuó mostrando un muy bajo dinamismo relativo a su historia: la expansión anual de la producción industrial y de las ventas al detal se mantuvo en los niveles bajos de 2008, mientras que la inversión en activos fijos presentó una clara tendencia decreciente. Por otra parte, la inflación anual en mayo se redujo a 1,2%.
9. En América Latina, las cifras de actividad económica para abril sugieren que se daría alguna recuperación en Chile y Perú durante el segundo trimestre. No obstante, estas economías continuarían expandiéndose a tasas relativamente modestas. Por su parte, los registros para Brasil indican una mayor caída.
10. Los registros de inflación a mayo en las economías de América Latina continuaron mostrando un comportamiento heterogéneo. En Chile y México se redujeron y se ubicaron dentro del rango meta de sus respectivos bancos centrales, en tanto que en Perú se incrementaron. Por su parte, la variación anual de los precios en Brasil sigue alta y con tendencia creciente.
11. En cuanto a los mercados financieros internacionales, las tasas de los bonos de largo plazo de los principales países de la zona del euro y de los Estados Unidos se incrementaron en las primeras semanas de junio, gracias a que se estima que continuaría la recuperación económica en Europa y a los buenos registros de empleo en Estados Unidos. No obstante, estas tasas han mostrado algunos retrocesos en los últimos días como consecuencia de una mayor aversión al riesgo ante la incertidumbre generada por la situación griega. En este contexto, el dólar se ha apreciado en lo corrido de junio frente a lo observado en el promedio de mayo.
12. En América Latina, el promedio de las primas de riesgo se incrementó ligeramente en lo corrido de junio, mientras que las monedas de la región se han depreciado. En el caso del peso colombiano, el valor promedio para lo corrido de junio es de COP 2.558 por dólar, lo cual representa una depreciación de 4,8% frente a mayo.

- Exportaciones e importaciones

13. En abril las exportaciones totales registraron una caída anual de 25,6%, explicada por un descenso generalizado en los principales rubros: la disminución en bienes de origen minero fue de 35,9%, y las ventas externas del rubro resto de exportaciones y del de bienes de origen agrícola presentaron variaciones de -3,2% y -3,3%, respectivamente. La caída en el rubro de bienes mineros se asocia a las menores exportaciones de crudo (-44,3%) y productos de la refinación del petróleo (-48,7%). Por su parte las exportaciones de bienes agrícolas registraron caídas tanto en café (-19,3%) como en flores (-5,6%).
14. Dentro del resto de exportaciones se registraron

disminuciones significativas en alimentos y bebidas (-14,8%) y vehículos (-42,9%). En el primer caso, se destacan las caídas registradas hacia Holanda (-58,3%) y Venezuela (-25,9%). En el caso de vehículos, las principales caídas se dieron hacia México (-96,9%) y Perú (-44,5%). Se resalta que las exportaciones del resto de productos hacia Estados Unidos crecieron 0,2%, y hacia Ecuador tuvieron un incremento de 6%.

15. En lo corrido del año a abril las exportaciones totales cayeron 28,9%. A esta caída contribuyeron las exportaciones de bienes de origen minero (-40,2%) y del resto de productos (-9,4%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola tuvieron un crecimiento de 16,9%. La variación negativa de las exportaciones de bienes de origen minero se debió al menor valor exportado de crudo (-47,1%), refinados (-60,5%) y oro (-37,8%). Dentro del resto de exportaciones se destacan las caídas en alimentos y bebidas (-9,1%), productos químicos (-3,3%), carne (-1,7%) y papel (-18,2%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola crecieron gracias a los aumentos en café (28,9%), banano (10,8%) y flores (2,8%).
16. En abril las importaciones totales CIF registraron una variación anual de -18,2%. Esta disminución obedece al descenso de las importaciones de bienes de capital (-23,2%), intermedios (-17,5%) y de consumo (-12,3%). En el caso de las importaciones de bienes de capital, la caída se explica en gran medida por las disminuciones registradas en equipo de transporte (-48,6%) y bienes de capital para la industria (-12%).
17. Las importaciones de materias primas y productos intermedios registraron disminuciones significativas en materias primas para la industria (-17,2%) y combustibles y lubricantes (-21,6%). Las menores importaciones de bienes de consumo se explican por las caídas en las compras de bienes durables (-16,5%) y no durables (-7,8%).
18. En lo corrido del año a abril las importaciones CIF cayeron 8,1%. Esta caída se explica por las disminuciones en las importaciones de bienes de intermedios (-16%), bienes de consumo (-2%) y bienes de capital (-1%). La principal caída dentro de bienes intermedios se registró en combustibles y lubricantes (-39,5%), mientras que la caída en bienes de consumo se explica por la disminución de 6,7% en bienes de consumo duradero. La caída en bienes de capital se explica en gran parte por descenso de 9% en las compras de bienes de capital para la industria.

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

19. Según la más reciente información publicada por el DANE, durante el primer trimestre del año la economía colombiana tuvo una tasa anual de crecimiento de 2,8%, lo que representó una desaceleración con respecto a lo observado hacia finales de 2014. Esta cifra fue similar al punto medio del rango de crecimiento presentado por el equipo técnico en el anterior *Informe sobre Inflación* trimestral (entre 2,0% y 3,5%, con 2,7% como cifra más probable). El crecimiento entre trimestres fue del 0,8%, lo que en términos anualizados corresponde a un incremento del 3,3%.
20. Por el lado del gasto, la demanda interna se desaceleró frente al

registro del cuarto trimestre del año pasado, al tiempo que las exportaciones netas continuaron contribuyendo negativamente. En el primer caso, el menor crecimiento obedeció principalmente a una menor dinámica del consumo público. El consumo privado y la inversión también se desaceleraron, aunque en menor medida (Cuadro 1). En términos generales, se esperaba un menor crecimiento de las importaciones en pesos constantes, que a su vez fuera el resultado de una moderación importante de la inversión. Sin embargo, la desaceleración de la formación bruta de capital fijo no se materializó al ritmo previsto en el anterior *Informe sobre Inflación*.

21. Por el lado de la oferta los sectores que más crecieron fueron el comercio, la construcción y el financiero. La industria y la minería presentaron retrocesos anuales (Cuadro 2). Tanto el PIB de transables como el de no transables se desaceleraron nuevamente: el primero pasó de 0,8% a 0,3%, mientras que el PIB no transable pasó de 5,3% a 4,4%.

22. La poca información disponible sobre la actividad económica para el segundo trimestre del año sugiere que el PIB habría continuado expandiéndose a un ritmo lento.

23. De acuerdo con la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas totales al por menor sin combustibles cayeron 0,5% anual en abril de 2015 frente a 5,5% anual de los primeros tres meses del

Cuadro 1

	2013	2014				2014	2015
	Año completo	I trim	II trim	III trim	IV trim	Año completo	Año completo
Consumo total	**5,0**	**5,3**	**4,3**	**4,4**	**4,9**	**4,7**	**3,3**
Consumo de hogares	3,8	4,2	3,8	4,1	5,3	4,4	3,9
Bienes no durables	3,2	3,7	3,0	3,9	4,8	3,8	3,4
Bienes semidurables	2,7	4,0	3,6	3,4	7,3	4,6	4,2
Bienes durables	7,4	4,1	4,9	8,1	13,0	7,6	3,0
Servicios	4,3	5,0	4,1	4,0	4,1	4,3	4,0
Consumo final del Gobierno	9,2	9,5	6,6	5,3	3,8	6,2	2,3
Formación bruta de capital	**5,6**	**14,5**	**13,3**	**10,4**	**8,8**	**11,7**	**7,2**
Formación bruta de capital fijo	6,0	13,3	8,6	11,8	10,1	10,9	6,0
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(5,7)	3,6	3,0	4,7	7,1	4,6	(2,3)
Maquinaria y equipo	0,2	14,4	7,8	14,6	12,2	12,2	1,5
Equipo de transporte	(8,5)	5,2	11,1	14,9	16,6	12,1	30,3
Construcción y edificaciones	11,1	7,1	1,2	15,3	7,5	7,8	2,2
Obras civiles	10,8	25,9	13,6	6,6	3,6	12,1	6,9
Servicios	4,1	5,9	1,7	4,9	1,5	3,5	1,8
Demanda interna	**5,1**	**7,8**	**6,0**	**5,9**	**5,8**	**6,3**	**4,2**
Exportaciones totales	**5,3**	**3,1**	**(12,1)**	**4,2**	**(0,6)**	**(1,7)**	**1,3**
Importaciones totales	**6,4**	**9,0**	**5,0**	**8,1**	**14,4**	**9,2**	**8,1**
Producto interno bruto	**4,9**	**6,5**	**4,1**	**4,2**	**3,5**	**4,6**	**2,8**

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 2

	2014					2015
	I trim	II trim	III trim	IV trim	Año completo	I trim
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	6,1	0,4	2,0	0,7	2,3	2,3
Explotación de minas y canteras	6,0	(2,1)	(1,2)	(3,3)	(0,2)	(0,1)
Industrias manufactureras	4,0	(1,7)	(0,7)	(0,5)	0,2	2,1
Suministro de electricidad, gas y agua	4,5	3,7	4,0	3,0	3,8	2,0
Construcción	14,0	8,7	10,9	6,1	9,9	4,9
Edificaciones	7,0	1,0	14,2	7,3	7,4	2,1
Obras civiles	24,5	14,6	6,7	4,2	12,0	7,0
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,4	4,1	4,4	4,4	4,6	5,0
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4,9	4,3	4,2	3,2	4,2	2,8
Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias	5,4	5,5	4,5	4,1	4,9	4,4
Actividades de servicios sociales, comunales y personales	7,4	5,4	4,7	4,4	5,5	3,0
Total impuestos	7,5	8,2	7,4	8,2	7,8	4,3
PIB	6,5	4,1	4,2	3,5	4,6	2,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

año. Ello apoya las menores previsiones del consumo privado para el segundo trimestre con respecto a lo observado hacia finales de 2014 y comienzos de 2015. Al descontar las ventas de vehículos también se registró una desaceleración durante el mismo mes, a 3,2% frente a 8,1% del primer trimestre.

24. Por su parte, las ventas de vehículos reportadas en la misma encuesta cayeron en abril 16,2% anual. Afín con lo anterior, las cifras publicadas por el Comité Automotor Colombiano (CAC) confirman que en mayo las ventas al detal de automóviles cayeron 13,2% anual (-8,9% solo para automóviles particulares). Una caída de mayor magnitud se observó para el caso de las ventas mayoristas de vehículos, las cuales registraron un retroceso de 19,4% frente al mismo mes de 2014.

25. En abril el comportamiento del balance de la pregunta de situación de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República no mostró variaciones significativas con respecto al dato de marzo. De mantenerse esta situación, se registraría nuevamente una desaceleración del consumo privado durante el segundo trimestre de 2015.

26. En cuanto al mercado laboral, aunque la tasa de desempleo (TD) continuó mostrando descensos anuales importantes en las series trimestre-móvil, también se presentaron incrementos anuales en el mes de abril. Debe tenerse en cuenta que las series mensuales contienen un error estadístico mayor.

27. Con información al trimestre móvil terminado en abril es posible afirmar que las caídas de la TD son explicadas por incrementos del empleo asalariado. Por otra parte, en general los ajustes salariales se

encuentran en niveles que no amenazan el cumplimiento de la meta de inflación.

28. La confianza de los consumidores en mayo mostró una leve recuperación frente a lo registrado en abril y marzo, de acuerdo con la información publicada por Fedesarrollo. No obstante, el nivel del indicador continúa por debajo de su promedio calculado desde 2001. Los índices de condiciones económicas (ICE) y de expectativas de los consumidores (IEC) se ubicaron en un nivel cercano al promedio registrado para el primer trimestre.
29. Por otra parte, en mayo continuó la desaceleración del ritmo de crecimiento del crédito de los hogares. La cartera de consumo (en términos nominales) se expandió 12,6% en dicho mes, cifra menor que lo registrado en abril (13,0%) y que el promedio para el primer trimestre del año.
30. Con respecto a los indicadores de inversión, en abril el balance de expectativas de inversión de la EMEE sugiere que la formación bruta de capital fijo, distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles, podría registrar nuevas desaceleraciones.
31. Por su parte, las cifras con corte a mayo de las ventas al detal de vehículos de trabajo reportadas por el CAC sugieren que la inversión en equipo de transporte (distinta de aquella destinada a aviones) podría registrar un menor dinamismo durante el segundo trimestre del año.
32. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial manufacturera del DANE cayó 3,6% anual en abril, cifra inferior a la esperada por el equipo técnico del Banco (-1,4%). El componente tendencial de la serie muestra una contracción importante del sector. En lo corrido del año, la caída está alrededor de 2,4%. Al excluir la refinación de petróleo, el resto de la industria manufacturera presentó una caída de 2,1% en abril, pero en el año corrido muestra un leve aumento (0,5%). Aunque la tendencia de esta serie no es decreciente como en el caso anterior, sí sugiere un estancamiento que acumula un año.
33. En la industria manufacturera se destaca la heterogeneidad en los resultados en las subramas: mientras que refinación de petróleo (-11,1%), otros productos alimenticios (-15,1%) y bebidas (-6,2%) reportaron retrocesos importantes, otras actividades relacionadas con sustancias químicas (18%) y productos farmacéuticos (10,4%) presentaron incrementos significativos. En abril, 23 de los 39 subsectores mostraron una caída en la producción.
34. En lo que respecta a la construcción, en abril la producción de cemento creció 2,7%, pero desaceleró de manera importante frente al trimestre anterior (7,8%). No obstante, el componente tendencial continúa creciendo. Algo similar ocurre con los despachos, los cuales crecieron 4,4% frente al 8,1% del trimestre anterior. Por el contrario, las estadísticas de producción de concreto, con información a abril, muestran un desempeño más favorable con un crecimiento anual de 3,5%, cuando en el primer trimestre fue de 2,1% en promedio.
35. En mayo, la demanda de energía total aumentó 3,9% frente al mismo mes del año pasado. El componente tendencial mejoró levemente y continúa mostrando una pendiente positiva. Por su parte, la demanda de energía de la industria cayó

anualmente 4,1% y su componente tendencial muestra una contracción significativa.

36. En lo que respecta a la minería, la producción de petróleo creció 7,9% anual en mayo y por octavo mes consecutivo se mantuvo por encima del millón de barriles (1.025.000). En lo corrido del año, la producción promedio se ubica en 1.026.500 barriles diarios, cifra superior a la contemplada en el escenario central de pronóstico del PIB (1.020.000). Cabe señalar que el comportamiento favorable de la producción podría verse afectado en junio por algunos atentados a la infraestructura.
37. Por otra parte, según la información de la Federación Nacional de Cafeteros, la producción de café se incrementó en 11,1% en mayo frente al mismo mes de 2014. En lo corrido del año la producción es levemente superior a los cinco millones de sacos, lo cual representa una expansión anual de 8,9%.
38. Dado lo anterior, se prevé que la actividad económica se expandiría a un ritmo moderado durante el segundo trimestre del año. Al mal momento de la industria y al comportamiento mediocre de las ventas al por menor registrado recientemente, se suma el posible impacto que tengan los atentados recientes a la infraestructura petrolera sobre el dinamismo del sector minero y las exportaciones de petróleo. Todo ello confirmaría algunos de los sesgos a la baja en el crecimiento presentados en el informe trimestral anterior. Sin embargo, la información es aún insuficiente, y se deberá revisar el alcance de estos eventos sobre las cifras de crecimiento del PIB durante el proceso de elaboración del próximo *Informe Trimestral sobre Inflación*.

III. Comportamiento de la inflación y precios

39. En mayo, la inflación anual al consumidor cayó después de ocho meses de aumentos consecutivos. La cifra para este mes, 4,41%, fue menor en 23 puntos base (pb) al dato del mes pasado (Cuadro 3). Para el año corrido, el aumento del IPC asciende a 3,2%. Tanto los analistas del mercado como la SGEE esperaban un descenso, aunque el resultado final fue menor al previsto. Así, la variación mensual ascendió a 0,26%. frente a un pronóstico de 0,32% de los analistas.
40. La reducción de la inflación anual al consumidor en mayo fue posible gracias a una disminución de la variación anual del precio de los alimentos. Para las otras tres canastas principales en que la SGEE descompone el IPC (regulados, transables y no transables) se observó una aceleración.
41. En mayo la inflación básica siguió aumentando. El promedio de los cuatro indicadores estimados por el Banco se situó en 3,99%, frente al 3,84% del mes anterior. En esta oportunidad todos los indicadores aumentaron: con el IPC sin alimentos perecederos, combustibles y servicios públicos y junto con el núcleo 20 sostuvieron registros por encima del techo del rango meta. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados se situó en 3,8%, mientras que la de sin alimentos alcanzó 3,7%, esta última 28 pb más que el dato del mes anterior (Cuadro 3).
42. Dentro del IPC sin alimentos, sobresalió la aceleración de la variación anual de regulados, debido sobre todo

Cuadro 3
Comportamiento de la inflación a mayo de 2015

Descripción	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	may-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**	**3,82**	**4,36**	**4,56**	**4,64**	**4,41**	**100,00**	**100,00**
Sin alimentos	**2,36**	**2,62**	**2,66**	**2,70**	**3,26**	**3,20**	**3,42**	**3,46**	**3,44**	**3,72**	**(83,81)**	**42,21**
Transables	1,40	1,65	1,94	1,59	2,06	2,28	3,26	3,46	3,64	3,73	(9,05)	52,65
No transables	3,76	3,55	3,45	3,26	3,38	3,47	3,50	3,56	3,67	3,83	(22,49)	18,93
Regulados	1,05	2,21	2,14	3,25	4,84	4,01	3,46	3,25	2,68	3,45	(52,27)	(29,37)
Alimentos	**0,86**	**2,23**	**3,11**	**3,25**	**4,69**	**5,41**	**6,78**	**7,37**	**7,70**	**6,16**	**183,81**	**57,79**
Perecederos	-0,16	3,17	8,92	7,61	46,74	16,78	19,68	21,57	16,99	8,34	146,18	(34,37)
Procesados	-0,24	0,92	1,44	2,14	2,54	3,70	5,62	5,99	7,00	6,55	28,63	81,10
Comidas fuera del hogar	3,26	4,13	3,52	3,23	3,51	3,60	3,34	3,59	4,68	4,45	9,00	11,05
Indicadores de inflación básica												
Sin alimentos	2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,20	3,42	3,46	3,44	3,72		
Núcleo 20	2,72	2,86	3,04	2,89	3,42	3,58	3,62	3,70	3,97	4,06		
IPC sin perecederos, ni comb. ni servicios públicos	2,19	2,53	2,53	2,39	2,76	3,12	3,69	3,95	4,29	4,38		
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,74	2,81	2,55	2,81	2,97	3,40	3,52	3,65	3,79		
Promedio indicadores inflación básica	**2,51**	**2,69**	**2,76**	**2,63**	**3,06**	**3,22**	**3,53**	**3,65**	**3,84**	**3,99**		

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

al aumento de las tarifas de energía y en menor medida de las de gas domiciliario. Los ajustes anuales en ambos casos son altos (7,9% y 13,4%, respectivamente). A diferencia de las tarifas de gas, que han aumentado de manera importante en lo corrido del año, en energía los incrementos que explican la alta variación anual se efectuaron en la segunda mitad del año pasado. Cabe señalar que los ajustes en las tarifas de energía han sido altamente volátiles, por lo que es difícil identificar su tendencia. Por otro lado, hasta la fecha no es posible afirmar que la presencia del fenómeno de El Niño esté incidiendo en la formación de los precios de los servicios públicos, aunque este es un riesgo que podría materializarse en la segunda mitad del año.

43. En mayo también se presentaron alzas de cierta consideración en los precios de los bienes y servicios no transables (sin alimentos ni regulados) que no fueron anticipadas. Los incrementos se registraron en arriendos, seguros de vehículos, servicios relacionados con diversión

(boletas de fútbol) y servicios relacionados con el cuidado personal entre otros ítems. Debido a ello, la variación anual de esta subcanasta aumentó a 3,8% (16 pb más que el mes pasado) (Cuadro 3).

44. Desde finales del año pasado la variación anual del IPC de no transables ha presentado aumentos que han resultado mayores que las previsiones de la SGEE. Tres factores explican este comportamiento: el primero de ellos asociado con ajustes puntuales en algunos rubros del IPC (sobre todo boletas de fútbol) que pueden asimilarse a choques transitorios; el segundo, relacionado con la depreciación del peso, a través de varios precios (como los de muebles y servicios de TV) que, encontrándose en la canasta de no transables, resultan influenciados por los movimientos del tipo de cambio. Y el tercero estaría asociado con el aumento de las expectativas de inflación y con la persistencia de fenómenos de indexación, factores que pesarían más en rubros de servicios como educación y salud. Con la información disponible no es claro que las alzas en el grupo de no transables y regulados obedezcan principalmente a presiones de demanda. El equipo técnico del Banco de la República estima una brecha del producto ligeramente negativa para comienzos de 2015.

45. En mayo la variación anual del IPC de transables (sin alimentos ni regulados) se aceleró a 3,7%, desde 3,6% del mes anterior. Este resultado fue similar a lo proyectado por los modelos de corto plazo de la SGEE. Este indicador ha aumentado de manera gradual desde septiembre del año pasado, cuando se situaba en 1,6%, en respuesta a la depreciación del peso. En esta oportunidad aumentaron los precios de periódicos, electrodomésticos, vehículos, artículos electrónicos y bebidas alcohólicas, entre otros.

46. La variación anual de alimentos presentó un descenso importante en el último mes, luego de varios meses consecutivos de alzas. El dato para mayo ascendió a 6,2% (Cuadro 3), cayendo 154 pb frente a abril.

47. El grueso del descenso en esta canasta durante mayo se concentró en los alimentos perecederos (a 8,3% desde 18,0% en abril). En especial, se presentaron caídas en los precios de la papa y otros tubérculos y en los de varias frutas y hortalizas, las cuales revirtieron parcialmente las alzas de meses anteriores. También, disminuyó la variación anual del IPC de alimentos procesados y la del IPC de comidas fuera del hogar. En el primer caso, gracias a una disminución en el precio del arroz (aunque pequeña comparada con los aumentos anteriores), y leves ajustes en los precios de las carnes y la leche. Sin embargo, en esta subcanasta vale la pena destacar que los precios de los alimentos de origen importado, como cereales y aceites, volvieron a incrementarse a tasas mayores que en el pasado, lo que guarda relación con la depreciación acumulada del peso.

48. En el contexto anterior, las expectativas de inflación para finales de este año permanecieron relativamente estables a diferentes horizontes. La encuesta mensual realizada por el Banco de la República a analistas del mercado financiero muestra una inflación esperada promedio de 3,88% para diciembre de 2015, frente a una

cifra de 3,92% obtenida el mes anterior. Para un horizonte de doce meses, la inflación esperada es de 3,17%, muy similar a la encuesta pasada (3,16%). De igual manera, las expectativas a dos años obtenidas a partir de la misma encuesta se mantuvieron en 3,0%. Por otro lado, las expectativas de inflación derivadas de la curva de los TES para 2, 3 y 5 años han disminuido en lo corrido de junio, 6,6 pb, 5,1 pb y 0,5 pb, respectivamente, frente a los datos promedio de mayo. Para el horizonte a 10 años aumentaron 7,4 pb. De esta manera, los valores a 2, 3, 5 y 10 años se ubicaron en 3,31%, 3,19%, 3,25% y 3,89%, respectivamente.

49. Las presiones inflacionarias originadas en los costos de producción no laborales han cedido en los últimos meses, a juzgar por el comportamiento del IPP. La variación anual descendió una vez más en mayo, situándose en 3,7% frente al resultado de un mes atrás (4,3%) y un máximo de 6,4% en enero de este año. Los descensos en esta variable se explican tanto por la canasta de importados, como por la de producidos y consumidos, incluido en este último grupo el IPP agropecuario.

50. Los costos laborales, por su parte, continúan siendo compatibles con la meta de inflación de acuerdo con la información disponible sobre salarios de la construcción y del comercio, los cuales se siguen ajustando a tasas de entre 4,0% y 4,5%.

Comunicado de prensa

1 de junio de 2015

Por motivos de agenda del Gerente General del Banco de la República, la reunión de la Junta Directiva que estaba estipulada para el jueves 25 de junio se realizará el miércoles 24 de junio de 2015.

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

9 de junio de 2015

El Banco de la República informa que en el mes de mayo 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 efectuó compras por $982,4 miles de millones de pesos de TES B. Al finalizar mayo, el saldo de dichos títulos en su poder ascendió a $1.112,3 miles de millones de pesos.

El Directorio Ejecutivo del FMI aprueba un nuevo acuerdo de dos años con Colombia por US$5,45 mil millones en el marco de la Línea de Crédito Flexible

17 de junio de 2015

El Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó hoy un nuevo acuerdo por dos años a favor de Colombia en el marco de la Línea de Crédito Flexible (LCF) por un monto equivalente a DEG 3.870 millones (alrededor de US$5,45 mil millones). Las autoridades colombianas manifestaron su intención de tratar el acuerdo como precautorio y no prevén utilizar los recursos.

Al término de las deliberaciones del Directorio Ejecutivo sobre Colombia, el primer subdirector gerente y presidente interino del Directorio, David Lipton, hizo la siguiente declaración:

"Colombia tiene una trayectoria de marcos de política muy sólidos, que incluyen un régimen de metas de inflación, un tipo de cambio flexible, una supervisión y regulación del sector financiero eficaz y una política fiscal basada en la regla del balance estructural. Las autoridades están firmemente comprometidas a mantener estas políticas y a adoptar iniciativas adicionales para fortalecer la resistencia de la economía, impulsar la competitividad y promover un crecimiento inclusivo.

"Las políticas macroeconómicas aplicadas por Colombia le han dado flexibilidad para mitigar el impacto de la reciente caída de los precios internacionales del petróleo. La regla fiscal constituye una importante defensa frente a las fluctuaciones de estos precios, ya que permite suavizar el ajuste del gasto a unas perspectivas del petróleo menos prometedoras a mediano plazo. El régimen de tipo de cambio flexible sigue desempeñando un importante papel como amortiguador de los choques, ayudando a la economía a adaptarse a los cambios en las condiciones económicas y financieras globales, y el sistema bancario y el sector empresarial mantienen buena salud financiera. El Banco de la República también ha aprovechado la fuerte afluencia de capitales para acumular reservas internacionales.

"Sin embargo, los riesgos externos adversos están generando fuertes vientos desfavorables y, de llegar a materializarse, podrían afectar la posición externa del país. El acceso a la LCF del FMI seguirá brindando un importante apoyo a las políticas de las autoridades bajo la presencia de estos riesgos a la baja. Un nuevo acuerdo en el marco de la LFC, que conforme a lo expresado por las autoridades conservará su carácter precautorio, proporcionará al país flexibilidad para la implementación de las políticas y servirá como un seguro temporal que refuerza la confianza de los mercados. Las autoridades tienen la intención de desmontar gradualmente la LFC en la medida en que los riesgos globales que afectan a Colombia se reduzcan sustancialmente".

Antecedentes

La LCF fue creada el 24 de marzo de 2009 y reforzada el 30 de agosto de 2010 (véase el Comunicado de Prensa No. 10/321). La LCF está a disposición de países con fundamentales, y trayectorias de implementación de políticas muy sólidas, y es especialmente útil para fines de prevención de crisis. Los acuerdos en el marco de la LCF se aprueban para países que cumplen criterios de calificación fijados de antemano (véase el Comunicado de Prensa No. 09/85). La LCF es una línea de crédito renovable, que puede aprobarse con plazos de uno o dos años. Los acuerdos por dos años implican una revisión de elegibilidad al cabo del primer año. Si el país utiliza la línea de crédito, el plazo de reembolso es de entre tres y cinco años. El acceso a los recursos del FMI en

el marco de la LCF no está sujeto a un límite, y dicho acceso se determina teniendo en cuenta las circunstancias de cada caso. Los países que califican tienen acceso pleno e inmediato a la totalidad de los fondos, sin condiciones. Existe flexibilidad para utilizar la línea de crédito en el momento en que es aprobada o para tratarla como un instrumento precautorio.

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

24 de junio 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:

- Datos recientes sugieren una recuperación del crecimiento de los Estados Unidos luego de un crecimiento menor al esperado en el primer trimestre. La zona del euro y Japón muestran señales de recuperación gradual. China continúa desacelerándose, mientras que el producto de los principales países de América Latina crece a tasas bajas o negativas. Es factible que el crecimiento económico promedio de los socios comerciales de Colombia en 2015 sea menor que en 2014.
- Pese a la recuperación reciente de los precios del petróleo y del descenso en los precios de las importaciones, los términos de intercambio de Colombia en 2015 van a estar por debajo de los niveles del año pasado y afectarán de manera permanente la dinámica del ingreso nacional.
- La economía colombiana creció 2,8% en el primer trimestre, en línea con lo proyectado por el equipo técnico. La demanda interna se desaceleró, pero mantiene un comportamiento dinámico, con un crecimiento por encima del 4% debido en especial a la dinámica de la inversión. En contraste, las exportaciones netas restaron al crecimiento por el fuerte aumento de las importaciones.
- La información para el segundo trimestre de 2015 sugiere que la economía colombiana se sigue ajustando a las nuevas condiciones externas y que el gasto de las familias podría mostrar crecimientos moderados. Lo anterior en un entorno de fortaleza del mercado laboral y de tasas de interés reales que se mantienen en terreno expansivo. Se prevé asimismo una moderación de la inversión, pese a que las obras civiles mantendrían un comportamiento dinámico. Por su parte, se espera que, con el paso del tiempo, la devaluación real del peso tenga un impacto positivo sobre el comportamiento de los sectores que exportan y los que compiten con importaciones.
- Las importaciones en dólares en abril muestran una reducción importante. Es de esperar que ese proceso de ajuste continúe debido a la moderación del crecimiento del gasto interno, los efectos de la depreciación real del peso y la caída en algunos precios internacionales.
- En mayo la inflación descendió y se situó en 4,41%, cifra menor que la proyectada por el promedio del mercado y por el equipo técnico. La desaceleración de la inflación se explicó por el menor ritmo de aumento en los precios de los alimentos. Las variaciones anuales de los precios de los bienes y servicios regulados y de los transables y no transables sin alimentos ni regulados aumentaron y se sitúan en la parte superior del rango meta.
- El promedio de las medidas de inflación básica completó ocho meses consecutivos con incrementos y se situó en 3,99%. Las medidas de expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años y las que se derivan de los TES a 2, 3 y 5 años se mantienen en un rango entre 3,0% y 3,5%.

En resumen, la desaceleración que se inició a finales de 2014 continúa en 2015. La inflación disminuyó y sus expectativas continúan cerca del 3%. El gasto interno de la economía continúa su proceso de ajuste debido a la menor dinámica del ingreso nacional. La Junta continuará haciendo un seguimiento del tamaño de dicho ajuste y de su coherencia con el nivel de ingreso de largo plazo, la sostenibilidad del déficit externo y, en general, la estabilidad macroeconómica. Así mismo, reafirma el compromiso de mantener la inflación y sus expectativas ancladas en la meta, reconociendo que hay un incremento de naturaleza transitoria en la inflación.

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.

Nombramiento de gerente de la Sucursal de Medellín

24 de junio de 2015

La Junta Directiva del Banco de la República, en su sesión del 24 de junio de 2015, aprobó el nombramiento del doctor Carlos Alberto Medina Durango, como gerente de la sucursal de Medellín.

El nuevo gerente es ingeniero civil por la Escuela de Ingeniería de Antioquia (EIA), especialista en Política Económica por la Universidad de Antioquia y doctor en Economía de la New York University (NYU).

Se vinculó al Banco en noviembre de 2004 como investigador principal y desde octubre de 2010 desempeña el cargo de subgerente regional de Estudios Económicos. En diciembre de 2014 asumió en calidad de Gerente encargado de la sucursal de Medellín.

Antes de ingresar al Banco se desempeñó como director de Desarrollo Social en el Departamento Nacional de Planeación, subdirector general del DANE, profesor del Departamento de Economía de la Universidad de los Andes y jefe de la División de Análisis de Desarrollo Territorial, del Departamento Nacional de Planeación.

Además, ha tenido trayectoria en docencia, en los departamentos de Economía de las universidades: Eafit, Universidad Autónoma Latinoamericana, Universidad de Antioquia, Universidad de los Andes, Pontificia Universidad Javeriana, y de la Universidad de Nueva York. Tiene publicaciones nacionales e internacionales en temas del mercado laboral, educación, salud, evaluación de programas, crimen y migración internacional, entre otros.