



◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 30 de enero de 2015

El 30 de enero 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 presenta en la sección de datos del *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2014 y en el anexo estadístico¹.

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

1. Contexto macroeconómico

1. En el presente informe los precios del petróleo continuaron descendiendo y se situaron en niveles que no se observaban desde 2009. La probabilidad de que gran parte de este descenso sea estructural es elevada y debido a ello los pronósticos del precio del petróleo se redujeron significativamente respecto a lo estimado un trimestre atrás. Otros productos que exporta Colombia, como el carbón y el níquel, también registraron caídas en sus cotizaciones internacionales.
2. Las primas de riesgo de varios países emergentes se han incrementado, sus monedas se han depreciado y el precio de algunos activos financieros se ha deteriorado. Este comportamiento ha sido mucho más acentuado en los países productores del crudo como Colombia.

3. Lo anterior se ha dado en un contexto de débil actividad económica mundial, en el cual el principal impulso es generado por la economía de los Estados Unidos. La zona del euro mantiene bajos crecimientos en su PIB mientras que el de las principales emergentes se sigue desacelerando o presenta aumentos históricamente bajos. Con este panorama, el equipo técnico redujo el crecimiento promedio esperado de nuestros socios comerciales para 2015, hecho que refleja una recuperación más débil de lo estimado en el pasado informe trimestral.
4. En los Estados Unidos las tasas de interés de largo plazo volvieron a descender y es probable que el primer incremento en la tasa de referencia de la Reserva Federal se dé a comienzos del segundo semestre y que continúe de manera gradual. En la zona del euro, el Banco Central Europeo inició su programa de compras de títulos financieros, la cual se extenderá por lo menos hasta septiembre de 2016.
5. La caída en el precio del petróleo, que supera ampliamente las reducciones en las cotizaciones internacionales de algunos alimentos que importa Colombia, se verá reflejada en un descenso, mayor que el esperado, en los términos de intercambio del país. De mantenerse estos niveles, ello generará una caída del ingreso nacional en 2015.
6. El descenso en el precio del petróleo sigue afectando el valor de las exportaciones del país. En noviembre las ventas externas cayeron, hecho explicado principalmente por los menores valores exportados de crudo. Las ventas de los principales productos agrícolas siguieron registrando altos incrementos, mientras que las exportaciones del resto de sectores cayeron, pero en menor medida que las mineras.
7. Con lo anterior, para todo 2014 la proyección más probable del déficit de la cuenta corriente como proporción al PIB se incrementó y se situó en el límite superior del rango estimado un trimestre atrás (5%). Se estima que en 2015 el déficit y su financiamiento sean menores, en parte como resultado de una reducción esperada en la inversión extranjera directa (especialmente la dirigida a petróleo), y por una inversión de cartera menos dinámica.
8. En el contexto interno, la nueva información para el cuarto trimestre de 2014 sugiere que la demanda interna continuó muy dinámica y que las exportaciones netas habrían restado más de lo esperado al producto. Con esta información, el equipo técnico proyecta que el crecimiento económico para 2014 se sitúe entre 4,5% y 5%, con 4,8% como cifra más probable.
9. En el mercado laboral, con cifras desestacionalizadas, a diciembre la tasa de desempleo sigue en niveles bajos, con una tasa de ocupación en el máximo de los últimos catorce años, impulsada principalmente por el empleo asalariado.
10. En diciembre el crecimiento anual del endeudamiento de las empresas se ha desacelerado, hecho explicado principalmente por el menor ritmo de aumento del endeudamiento externo directo. Por el contrario, la cartera de consumo presentó una mayor dinámica y más que compensó la desaceleración registrada en los créditos hipotecarios. Lo anterior se ha dado junto con unas tasas de crédito que permanecieron relativamente estables, las cuales en lo corrido del segundo semestre de 2014 solo han reflejado de forma parcial el incremento registrado en la tasa de interés de referencia.
11. Para 2015 el equipo técnico redujo el rango de

- crecimiento económico proyectado a un intervalo entre 2% y 4%, con 3,6% como cifra más probable. Dicha estimación más factible tiene en cuenta una caída en el ingreso nacional y una menor financiación externa, las cuales podrían generar una moderación del gasto, especialmente por un menor nivel de inversión privada.
12. No obstante, es importante mencionar que la incertidumbre del anterior rango de pronóstico es elevada, y dependerá del tamaño del descenso esperado en los términos de intercambio, del costo y nivel del financiamiento externo, y del efecto que tendría la caída en el ingreso nacional sobre las decisiones de gasto privado y público. Si los pronósticos más probables de crecimiento se cumplen, la brecha de producto podría ser positiva en 2014 y tornarse levemente negativa en el presente año (antes se estimaba podría ser positiva).
 13. En materia de precios, en diciembre de 2014 la inflación culminó en 3,66%, cifra similar a la proyectada por el equipo técnico del Banco, y superior en 80 puntos base (pb) al registro de septiembre. En el pasado trimestre, el mayor ritmo de aumento en los precios de los alimentos y de los regulados explicó un gran porcentaje de la aceleración de la inflación. En el mismo periodo, el promedio de las cuatro medidas de inflación básica se incrementó 43 pb y se situó en 3,06% en diciembre.
 14. Las expectativas de inflación de los analistas a un año y las que resultan de los papeles de deuda pública a mayores plazos se incrementaron y se mantienen por encima de 3%.
 15. Se espera que el mayor nivel de la tasa de cambio se transmita a los precios internos, aunque la magnitud de dicha transmisión depende de muchos factores, lo que la hace incierta. En este contexto, dada la depreciación acumulada hasta enero de 2015, existe el riesgo de que la inflación al consumidor siga aumentando en este año. Una alta transmisión podría afectar las expectativas y tener efectos más persistentes sobre la inflación.
- En resumen, la demanda interna sigue dinámica en un contexto cercano a la plena utilización de la capacidad productiva, junto a una inflación y sus expectativas que se sitúan por encima del 3%. Lo anterior se ha dado en un entorno de fuerte deterioro de los términos de intercambio y con elevada incertidumbre sobre su comportamiento

futuro. La actividad económica mundial se recupera de forma más lenta a lo esperado y la evolución del costo de financiamiento también es incierta. Todos estos factores pueden incidir en el comportamiento futuro de la demanda agregada.

2. Discusión y opciones de política

Los miembros de la Junta concuerdan en que la economía colombiana se ajustará a la caída en los términos de intercambio creciendo en 2015 y 2016 menos que en los años 2013 y 2014.

La dinámica de la inflación en 2015 estará principalmente afectada por el menor crecimiento económico y por los posibles efectos de corto plazo de la devaluación del peso sobre la inflación del consumidor. Algunos miembros de la Junta consideran que el efecto de la devaluación puede inicialmente primar sobre el del menor crecimiento y desviar transitoriamente la inflación de la meta. En la medida que las expectativas permanezcan ancladas a la meta de mediano plazo (3%) este efecto sobre la inflación se desvanecería en el horizonte de política.

Por su parte, un miembro de la Junta espera un crecimiento del PIB entre 3% y 3,5%, con lo cual la brecha negativa del producto sería mayor a lo esperado por el

equipo técnico y su efecto mitigador sobre el nivel de precios sería aún más fuerte. En este contexto lo apropiado es que la autoridad monetaria continúe manteniendo inalterada la tasa de interés de intervención.

Otro miembro de la Junta consideró necesario contemplar, con criterio anticíclico, escenarios de menores tasas de interés de intervención.

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 13 de febrero de 2015.*



Anexo 1

Descripción del contexto externo que enfrenta la economía colombiana, la evolución del comercio exterior, el comportamiento de la demanda interna, el producto y el crédito, y el comportamiento de la inflación y las expectativas de inflación

I. Contexto externo, exportaciones e importaciones

En diciembre y los primeros días de enero continuó la caída que los precios internacionales del petróleo han venido experimentando desde julio de 2014. Lo anterior es consecuencia, en gran parte, de que se mantienen las perspectivas de debilidad de la economía mundial y de que persiste un exceso en la oferta global de este bien. Adicionalmente, los principales países productores han señalado que no disminuirían su oferta.

1. Los precios internacionales de otros bienes básicos también se han reducido en las últimas semanas, principalmente como resultado de las menores perspectivas de crecimiento de la economía mundial y de la caída en los costos de la energía. En este contexto, las cotizaciones de los principales bienes básicos de exportación y de algunas materias primas agrícolas importadas por Colombia han disminuido.

2. Las cifras de actividad real en los Estados Unidos a diciembre señalan que la economía mantuvo un comportamiento favorable durante el cuarto trimestre. Adicionalmente, algunos indicadores, como los de confianza de los hogares y de los empresarios, siguen mejorando y sugieren que el dinamismo podría continuar durante la primera parte de 2015.

3. Los registros de diciembre muestran que el mercado laboral estadounidense continuó recuperándose. Lo anterior se observa en que la creación de empleo fue mayor que la esperada: la tasa de desempleo se redujo a 5,6% y siguen las mejoras de los indicadores alternativos que monitorea la Reserva Federal, tales como la tasa de subempleo y el desempleo de largo plazo.

4. La inflación anual a diciembre en los Estados Unidos se redujo en 50 puntos base (pb) con respecto al mes anterior y se ubicó en 0,8%. Esta

disminución se explica, principalmente, por la fuerte caída en el precio de los combustibles. La inflación, excluyendo energía y alimentos, se redujo ligeramente y se ubicó en 1,6%. Pese a lo anterior, el comunicado de prensa del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) sigue sugiriendo que el primer incremento de su tasa de referencia ocurriría a principios del segundo semestre de 2015, y se implementaría de forma gradual.

5. Respecto a la zona del euro, los indicadores de actividad real y de confianza muestran que la economía creció a un ritmo muy débil durante el cuarto trimestre y sugieren un panorama poco favorable para 2015. Adicionalmente, los resultados de las elecciones en Grecia han incrementado la incertidumbre en los mercados financieros de la región. La zona del euro entró en deflación en diciembre, puesto que

la inflación anual se ubicó en -0,2% como consecuencia de la caída de los precios de los combustibles y de la debilidad económica. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) aumentó su programa de compras de títulos financieros en 50 mil millones (mm) de euros mensuales (para un total de 60 mm de euros mensuales) e incluyó bonos soberanos dentro de los activos elegibles. Este programa se extenderá, por lo menos, hasta septiembre de 2016.

6. En cuanto a las emergentes, en China las cifras del PIB del cuarto trimestre muestran que la economía se desaceleró, con lo que se expandió 7,4% en todo el año. En América Latina los índices de actividad real de noviembre de Brasil, Chile, México y Perú muestran que el crecimiento de estos países continuó siendo bajo.
7. La inflación en las economías emergentes siguió mostrando un panorama heterogéneo. En la mayoría de países asiáticos, especialmente en China, se ha observado una reducción en los últimos meses. En contraste, en América Latina se mantiene una tendencia creciente que, sin embargo, se ha moderado.
8. Los índices de volatilidad de los mercados financieros se incrementaron

durante el último mes como resultado de los fuertes movimientos en los mercados de bienes básicos, por la incertidumbre sobre las acciones que tomaría el BCE y debido a la situación política en Grecia. En este contexto, las tasas de los bonos de largo plazo de los Estados Unidos y de la zona del euro (exceptuando a Grecia) se siguieron reduciendo en las últimas semanas, mientras que el dólar se apreció frente a las principales monedas del mundo.

9. En cuanto a los mercados financieros de América Latina, las primas de riesgo se mantuvieron en niveles elevados, mientras que las monedas mostraron un comportamiento heterogéneo. Por una parte, las monedas de Brasil, Colombia y México se mantuvieron relativamente estables tras la fuerte depreciación que exhibieron en el segundo semestre de 2014; mientras que el peso chileno y el nuevo sol peruano se debilitaron en las últimas semanas. En promedio, el peso colombiano se depreció 7% anual en 2014.

a. Exportaciones e importaciones

10. En noviembre las exportaciones totales en dólares

cayeron 22,6% anual, tanto por menores precios como por menores cantidades despachadas. A esta caída contribuyeron de manera conjunta las disminuciones en las exportaciones de los principales bienes de origen minero (-32,4%) y del grupo de resto de exportaciones (-2,8%); mientras que las de principales bienes de origen agrícola crecieron 19,7%, en buena parte por el aumento registrado en café (55,2%). Los bienes que más contribuyeron a la caída en el grupo de productos mineros fueron crudo (-27,9%) y sus derivados (-62,1%).

11. Las menores ventas externas en el grupo de resto de exportaciones se explican, en mayor medida, por la caída en vehículos (-45,4%), carne (-77,8%) y productos químicos (-4%). Por destino, las mayores disminuciones de este grupo fueron hacia Brasil (-41,9%) y México (-33,8%).
12. En el acumulado del año hasta noviembre las exportaciones totales registraron una caída de 4,7% frente al mismo periodo de 2013, pues la disminución en precios no alcanzó a ser compensada por el aumento en las cantidades exportadas. Dicha caída se explica por las menores ventas

- externas de bienes de origen minero (-6,8%) y del grupo de resto de exportaciones (-4,9%). Dentro de los primeros se destacan los menores valores en refinados (-32,2%) y crudo (-3%), y dentro de los segundos, los de vehículos (-38,4%), resto de agrícolas (-38,6%) y carne (-65,5%). En contraste, las exportaciones de bienes de origen agrícola registraron un crecimiento de 18,3% en lo corrido del año, siendo el café el de mayor contribución, con una variación de 31,6% anual.
13. En octubre el valor en dólares de las importaciones totales CIF aumentaron 9,3% anual, con incrementos en bienes de capital (18,1%), bienes intermedios (5,9%) y bienes de consumo (3,7%). Dentro de los bienes de capital hubo crecimientos en los principales rubros, destacándose los de equipo de transporte (63,9%) y bienes de capital para la industria (1,7%). Del lado de las importaciones de bienes intermedios, se registraron aumentos en las compras de materias primas para la industria (5,1%) y combustibles y lubricantes (11,6%); al tiempo que en bienes de consumo hubo crecimientos tanto en no duraderos (5,8%) como en duraderos (1,8%).
14. En lo corrido del año a octubre las importaciones totales CIF registraron un crecimiento de 7,6% anual gracias a los aumentos en materias primas (9,4%), bienes de consumo (8,4%) y bienes de capital (4,9%). Las primeras se incrementaron principalmente por los crecimientos en combustibles y lubricantes (20,3%) y materias primas para la industria (6,5%). En el rubro de bienes de capital el mayor aumento se registró en aquellos destinados a la industria (6%), seguido por el de equipo de transporte (4,4%). Por último, en bienes de consumo la mayor variación es la de bienes durables, con un crecimiento de 11,1%.
15. Por otra parte, durante el mes de noviembre, las importaciones totales en dólares registraron un crecimiento de 6,4%, impulsadas por los aumentos en bienes de capital (17,1%) y bienes de consumo (9,8%). Por su parte las importaciones de materias primas y productos intermedios cayeron 3,9%.
16. En el acumulado de enero a noviembre las importaciones totales CIF aumentaron 7,5% gracias a los aumentos en materias primas (8,2%), bienes de capital (6%) y bienes de consumo (8,5%).

II. Proyecciones de variables externas

b. Escenarios de crecimiento externo

Escenario central o más probable (Cuadro 1)

17. En el caso de los Estados Unidos, los fundamentales de la demanda interna permanecerían en condiciones favorables, por lo que el consumo y la inversión serían los principales motores de crecimiento de la actividad económica en 2015. Adicionalmente, la caída del precio del petróleo favorecería el mejor comportamiento del gasto de los hogares. La apreciación del dólar y la debilidad de la demanda global sugieren que las exportaciones aportarían muy poco al crecimiento. Las discusiones concernientes al techo de la deuda, programadas para marzo de 2015, no tendrían un efecto significativo sobre la confianza de los agentes.
18. Las cifras de creación de empleo serían consistentes con el dinamismo que se espera de la economía, por lo que el mercado laboral continuaría con su recuperación. De esta forma, se seguirían eliminando los excesos de capacidad existentes y comenzarían a aparecer

- algunas presiones al alza sobre los salarios. Sin embargo, los menores precios de los bienes básicos y la apreciación del dólar mantendrían la inflación baja.
19. En este contexto, se espera que la Reserva Federal incremente por primera vez su tasa de referencia en el segundo semestre de 2015 y continúe con alzas graduales durante lo restante del año.
 20. En la zona del euro el crecimiento de la economía para 2015 sería débil, a pesar del efecto positivo que la caída en el precio del petróleo pueda tener sobre el consumo de los hogares; sin embargo, el comportamiento por países sería heterogéneo. Por una parte, las reformas adoptadas en algunos países de la periferia (como España, Irlanda y Portugal) permitirían que estas economías continúen con su recuperación.
 21. Por la otra, Alemania seguiría expandiéndose a tasas modestas, mientras que Francia e Italia continuarían estancadas por los problemas estructurales que aún enfrentan.
 22. La depreciación del euro daría un impulso a las exportaciones que, sin embargo, continuarían afectadas por el debilitamiento de la demanda por parte de las economías emergentes, especialmente las exportadoras de bienes básicos.
 23. La situación política de Grecia seguiría siendo una fuente importante de incertidumbre para Europa. No obstante, no se contempla una salida de este país de la zona del euro.
 24. En el caso de China, el crecimiento para 2015 se seguiría desacelerando, como consecuencia de que continuaría la liberalización gradual de los mercados financieros y el rebalanceo de la economía hacia una impulsada por el consumo privado. En este contexto, se espera que el crédito y la inversión en activos fijos sigan reduciendo paulatinamente el dinamismo de años anteriores. De esta forma, se corregirían parte de los desbalances macroeconómicos que se han formado en esta economía.
 25. En América Latina se espera un comportamiento heterogéneo entre países. Por un lado, Perú y Chile exhibirían alguna recuperación, como consecuencia del menor precio del petróleo y del estímulo por parte del sector público y de la política monetaria. De forma similar, México se vería favorecido por la mayor dinámica de la economía estadounidense, y eso contrarrestaría el impacto negativo de la caída del precio del petróleo.
- En contraste, la recuperación de la economía de Brasil sería muy débil ante la consolidación fiscal que se daría en este país y los bajos niveles de confianza de empresarios y consumidores. Entretanto, Venezuela se seguiría contrayendo por culpa de sus problemas estructurales, los cuales se han intensificado con los bajos precios internacionales del petróleo.
26. Respecto al crudo, los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) no reducirían su oferta, buscando mantener su participación en el mercado. En este contexto, los precios se mantendrían en los niveles actuales o caerían aún más en la primera parte del año, forzando así a que se reduzca la producción de los yacimientos no convencionales, con costos marginales más elevados hacia el segundo semestre de 2015. De esta forma, se observaría un incremento de sus precios en el segundo semestre, aunque muy por debajo de los niveles que se presentaron en años anteriores.
 27. La producción no convencional de petróleo en

Riesgos a la baja al escenario central (escenario bajo) (Cuadro 1)

- América del Norte tendría costos menores que los estimados, por lo que no se observaría una reducción de la oferta en la segunda parte del año y los precios no aumentarían e incluso se reducirían aún más.
28. Las economías de América Latina exportadoras de bienes básicos podrían sufrir un mayor deterioro de su actividad económica por las caídas en los términos de intercambio.
29. Los mercados financieros podría presentar un aumento en la volatilidad por los efectos que pueda tener el continuo deterioro de la economía rusa.
30. La incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal de Grecia aumentaría, lo cual redundaría en un incremento importante de sus costos de financiamiento y en un contagio a otras economías de la región. Se considera una posible salida de Grecia de la zona del euro.
31. Se registraría una caída más fuerte del crecimiento en China, por problemas asociados con su estabilidad financiera.
32. Las medidas del BCE serían insuficientes para estimular la economía. La zona del euro podría entrar en una espiral deflacionaria, con consecuencias significativas para su crecimiento. Japón también podría enfrentar este mismo fenómeno.
33. Se presentaría un error de la política monetaria en los Estados Unidos, con potenciales efectos adversos sobre los mercados financieros y la confianza mundial.
- Riesgos al alza al escenario central (escenario alto) (Cuadro 1)**
34. La caída de los precios del petróleo tendría un efecto positivo mayor que el esperado sobre el crecimiento de la economía mundial.
35. Las medidas del BCE serían más efectivas que lo esperado, lo cual daría un impulso mayor al mercado de crédito y a la demanda interna.
36. El gobierno y el banco central de China adoptarían planes de gran envergadura para estimular la expansión de la actividad real, lo cual mantendría altas las tasas de crecimiento del crédito, de la inversión y de la construcción residencial.

Cuadro 1
Pronósticos de crecimiento económico para los principales socios comerciales de Colombia

País o región	2014			2015		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EE. UU.	2,3	2,4	2,5	2,4	3,0	3,6
Zona del euro	0,7	0,8	0,9	0,2	0,9	1,6
China	7,2	7,3	7,4	6,4	7,0	7,5
Brasil	(0,1)	0,1	0,2	0,0	0,7	1,2
Ecuador	3,4	3,8	4,2	2,0	3,0	4,0
Venezuela	(5,0)	(4,0)	(3,0)	(6,0)	(4,0)	(2,0)
Perú	2,6	2,8	3,0	3,0	4,7	5,5
México	2,0	2,2	2,4	2,3	3,3	4,0
Chile	1,5	1,7	1,9	2,5	3,0	3,5

Fuente: cálculos del Banco de la República.

c. Proyección de la balanza de pagos

37. Al tercer trimestre de 2014 el déficit en la cuenta corriente acumuló una ampliación a 4,6% del PIB (con respecto a 3,3% del PIB observado a septiembre de 2013). Esto, además de la evolución del comercio internacional en la última parte del año, soporta la proyección de la balanza de pagos para 2014, la cual estima un déficit en la cuenta corriente entre 4,8% y 5,2% del PIB, con 5,0% como escenario central. Lo anterior refleja el deterioro en el balance externo del país, resultado principalmente de la fuerte caída en el precio del petróleo, de los choques de oferta registrados para el carbón y los productos refinados del petróleo durante el año y del dinamismo de las importaciones.
38. Consistente con dicha ampliación en el déficit corriente, los flujos de capital para 2014 se estiman significativamente superiores a los registrados un año atrás. Esto, asociado en especial con los mayores flujos de inversión de portafolio que durante el año se registraron tanto en el mercado local de deuda pública (gracias al rebalanceo de los índices de JP Morgan) como en la colocación de bonos en los mercados internacionales por parte del sector público. Por su parte, para 2014 se estima una menor inversión extranjera directa, dada la desaceleración de los flujos dirigidos a los sectores de petróleo y minería en los últimos meses del año. Sin embargo, las menores inversiones de colombianos en el exterior estimadas dan como resultado mayores recursos de inversión directa neta en el país. Lo anterior estaría parcialmente compensado por menores recursos provenientes de otra inversión (préstamos y depósitos).
39. Para 2015 se espera una corrección del déficit en la cuenta corriente como porcentaje del PIB, el cual se ubicaría en torno al 4,7%. Dicho pronóstico incorpora el efecto que tiene la caída en el precio del petróleo en diferentes cuentas del balance externo: se estima que el déficit en el comercio de bienes se ampliaría con una fuerte contracción de las exportaciones tradicionales, compensada parcialmente por la recuperación de las no tradicionales y la reducción de las importaciones; se proyecta una reducción en el déficit del comercio de servicios; y una disminución en los egresos netos por renta de factores, asociada con la menor remisión de utilidades del sector minero-energético.
40. El desempeño de las ventas externas estaría afectado por las menores previsiones de precios en el caso del petróleo (US\$50/bl Brent) y del carbón, compensado parcialmente con las mejores perspectivas para los productos de origen agrícola, y la recuperación de una parte de las exportaciones de derivados del petróleo con la entrada en operación de Reficar al final del año. Adicionalmente, se supone una ligera aceleración en el crecimiento de la demanda externa, explicada principalmente por los resultados esperados para la economía de los Estados Unidos, lo que, sumado a la depreciación esperada del peso colombiano, impulsaría las ventas externas de los productos no tradicionales. Cabe señalar que para los bienes básicos se estiman expansiones de los volúmenes exportados para todos los productos, consistentes con las proyecciones de crecimiento de su producción (3,2% petróleo; 5% carbón y ferroníquel, y 8,5% café).
41. De esta forma, en el escenario central las exportaciones de los principales productos caerían cerca de 32% (en dólares),

- mientras las totales se contraerían en 21%. Por su parte, las importaciones (en dólares) se contraerían frente a lo observado en 2014 (-17,9% anual), comportamiento asociado con una fuerte caída en las importaciones de bienes de capital para la industria mineroenergética, una demanda interna menos dinámica y la reducción generalizada de los precios internacionales en los bienes importados, en especial de los bienes intermedios.
42. En cuanto al financiamiento del déficit, se espera que los flujos de capital sean menores a los proyectados para 2014, afectados por los menores recursos de IED y los menores flujos de inversión extranjera de portafolio, en un contexto de mejores condiciones para las economías desarrolladas y posibles avances en la normalización monetaria en los Estados Unidos.
43. Se proyecta una inversión extranjera directa neta inferior a la observada el año anterior, producto en especial de menores recursos de IED para los sectores de petróleo y minería así como una moderación de los flujos hacia otros sectores, resultado de la desaceleración estimada de la demanda interna. En particular se supone una caída de 25% en la inversión dirigida a petróleo.
44. Por su parte, se prevé un menor financiamiento neto por recursos de inversión de cartera comparado con el del año anterior, dado un menor flujo de capital extranjero hacia el mercado de deuda pública local y una menor colocación de bonos en los mercados internacionales por parte del sector público no financiero. Lo anterior estaría parcialmente compensado por mayores recursos provenientes de otra inversión (préstamos y depósitos).
45. Por último, se realizó un ejercicio de sensibilidad de la proyección central de la balanza de pagos para 2015 a los supuestos sobre las condiciones de financiamiento internacional y de crecimiento interno. En el escenario en que las condiciones de financiamiento internacional sigan siendo positivas, con un crecimiento de la economía de 4,0%, el déficit en la cuenta corriente sería de 5,5% del PIB. Un menor financiamiento internacional junto a un menor crecimiento de la economía (2,0%) resulta en un déficit de 3,3% del PIB.
- 2014 la economía colombiana se habría expandido a un ritmo un poco por debajo que el registrado durante el tercero y menor al observado en promedio para la primera mitad del año. Lo anterior pese al dinamismo que muestra la demanda interna.
47. Según la publicación más reciente de la Encuesta mensual de comercio al por menor (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), durante noviembre las ventas minoristas se expandieron 8,8% frente al mismo periodo de 2013. Lo anterior corresponde a un crecimiento del 11,0% anual para el bimestre octubre-noviembre, cifra mayor al 7,7% del tercer trimestre para este tipo de ventas. Al descontar las ventas de vehículos, el incremento del indicador fue de 8,1% y 10,1% anual durante los mismos periodos, respectivamente.
48. La dinámica de las ventas de vehículos reportada en la misma encuesta apunta a un comportamiento del consumo durable en dicho trimestre superior al registrado durante el tercero. Las ventas minoristas de vehículos crecieron 12,0% anual durante noviembre, lo que significó una expansión de 15,2% anual para el bimestre octubre-noviembre. Lo anterior se confirma con

III. Demanda interna, crecimiento y crédito

46. La información disponible sugiere que durante el cuarto trimestre de

- las cifras de ventas de automotores, publicadas en conjunto por la ANDI, Fenalco y Econometría. Según estas últimas, las ventas de vehículos se incrementaron 17,0% durante el cuarto trimestre. Cabe señalar que en dicho periodo se organizó el Salón del Automóvil, evento bienal que permite prever un crecimiento anual importante de este componente del consumo privado durante el cuarto trimestre.
49. Por otro lado, los resultados de la Encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE), del Banco de la República, también permiten pensar en un consumo de los hogares que se habría expandido a un buen ritmo durante el cuarto trimestre del año. El balance de expectativas de ventas continúa en niveles altos, en línea con lo observado en las cifras publicadas por el DANE.
50. Por su parte, en diciembre el índice de confianza de los consumidores publicado por Fedesarrollo mostró un leve retroceso intermensual. Sin embargo, el promedio de la serie para el cuarto trimestre del año fue mayor que el del tercero y que el de todo 2014.
51. Asimismo, el desempeño reciente de los indicadores del mercado laboral permite prever un buen comportamiento del gasto de las familias durante el cuarto trimestre. Para el trimestre móvil terminado en diciembre, la tasa de desempleo continuó cayendo anualmente en todos los dominios geográficos, excepto en las zonas rurales, donde se observó un leve incremento. Los descensos en la tasa de desempleo para las trece áreas se explican por incrementos del empleo, en particular del asalariado, que continúa creciendo anualmente a buen ritmo.
52. Afín con lo anterior, el crecimiento anual en términos nominales del crédito de consumo a los hogares se ubicó en 13,0% en promedio durante el cuarto trimestre, tasa mayor que la registrada en promedio para el tercero (11,8%).
53. Con respecto a la formación bruta de capital, el balance de expectativas de la EMEE sugiere que la inversión distinta de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles se habría expandido a un ritmo similar al de los trimestres anteriores. Adicionalmente, el desempeño de las importaciones de bienes de capital permite anticipar un incremento del gasto en equipo de transporte y en maquinaria y equipo a tasas de dos dígitos y similares a las registradas durante el tercer trimestre.
54. En materia de comercio exterior, las cifras de exportaciones para el bimestre octubre-noviembre sugieren que durante el cuarto trimestre se habría registrado un aumento menor al del tercero. El desempeño mediocre de las exportaciones industriales no permitiría que este rubro del PIB crezca a una tasa favorable, aunque cabe considerar la alta base de comparación que se observó un año atrás.
55. Las importaciones habrían mantenido un buen ritmo de crecimiento durante el cuarto trimestre, según se deriva de las cifras disponibles de registros comerciales del DANE y de la DIAN.
56. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para la industria muestran un estancamiento del sector. La variación anual del IPI sin trilla de café para el mes de noviembre fue de -0,9%. El componente tendencial muestra una caída importante.
57. Adicionalmente, de acuerdo con Fedesarrollo, la confianza industrial disminuyó en diciembre y se situó por debajo de su promedio histórico. El componente tendencial del indicador de pedidos

- y el del indicador de existencias sugieren un deterioro de la actividad industrial. De la misma manera, las expectativas de la producción a tres meses disminuyeron significativamente y también se encuentran por debajo de su promedio histórico.
58. En el caso del comercio, en la encuesta de Fedesarrollo para diciembre los empresarios señalaron algún detrimento, tanto en su percepción de la situación actual del negocio como de la futura.
59. Algunas cifras asociadas con la minería, en particular para el petróleo, aunque mejoraron frente al trimestre anterior, continuaron mostrando un crecimiento débil durante el cuarto trimestre de 2014. De acuerdo con la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH), la producción de petróleo en diciembre se ubicó en un millón siete mil barriles diarios. Durante el cuarto trimestre se produjo un millón tres mil barriles diarios en promedio, con lo cual se registró un crecimiento de 0,2%, cuando un trimestre atrás se había contraído 3,1%.
60. En cuanto a la agricultura, con información a noviembre el sacrificio de ganado mostró una contracción de 6,9%, que se explica por la continuidad del ciclo de retención ganadera. Por su parte, aunque la producción de café con información a diciembre se situó por encima del millón de sacos de 60 kg (1.086.000), esto implicó una contracción de 2,6% y una desaceleración importante en términos trimestrales, al expandirse anualmente 1,2%, luego de haberlo hecho alrededor de 21% un trimestre atrás.
61. Así, por el lado de la oferta, los sectores más dinámicos serían la construcción (tanto de edificaciones como de obras civiles) y el comercio, este último gracias al dinamismo mostrado por las ventas al por menor. Aunque el sector minero registraría una mejoría frente a hace tres meses, su tasa de expansión sería levemente positiva. En el caso del PIB industrial se espera un crecimiento nulo o levemente positivo.

◆ Comunicados de prensa

Banco de la República anuncia el traslado de la Tesorería para atención de operaciones de cambio

6 de enero de 2015

Debido a las obras de adecuación al interior del edificio del Banco de la República en su sede de Barranquilla, a partir del 21 de enero de 2015 el servicios al público correspondiente al cambio de billetes o moneda metálica será prestado en las instalaciones de la empresa Brinks de Colombia S. A., ubicada en la carrera 41 # 45-89, en el horario de jornada continua de lunes a viernes de 7:00 a. m. a 2:00 p. m. Con esta decisión se está garantizando la continuidad en el servicio que ofrece el Banco a los usuarios que normalmente cambian billetes y monedas en las instalaciones de la Tesorería y no representará ningún costo.

El Banco de la República mantendrá los servicios de pago de cheques y recibo de consignaciones en efectivo o cheques a favor de cuentas de depósito, que se atenderán en la sede del Banco en una ventanilla única, con acceso por la carrera 45, en los horarios acostumbrados.

La demanda de billetes y monedas se ha incrementado en Barranquilla debido al crecimiento económico de la ciudad y su incidencia en la región, lo que ha exigido ajustar los espacios físicos al interior del edificio del Banco de la República para el recibo y procesamiento de billetes y/o monedas de las entidades financieras y el público en general. Estas obras de adecuación, que durarán aproximadamente un año, traerán varios beneficios a los usuarios ya que los servicios se prestarán con mayores comodidades.

¿Qué tipo de operaciones atenderá específicamente la Transportadora Brinks de Colombia S. A.?

- Recibir billetes de alta denominación y entregar a cambio billetes aptos o nuevos de baja denominación.
- Recibir billetes deteriorados de baja denominación y entregar a cambio de billetes aptos o nuevos de baja denominación.

- Recibir billetes de cualquier denominación a cambio de moneda metálica de cualquier denominación.
- Cambiar moneda metálica de cualquier denominación por moneda metálica de cualquiera otra denominación.
- Recibir billetes de cualquier denominación y entregar a cambio billetes aptos o nuevos de baja denominación y/o moneda metálica de cualquier denominación.

Barranquilla

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

13 de enero de 2015

El Banco de la República informa que en el mes de diciembre de 2014 realizó compras de divisas en el mercado cambiario a través del mecanismo de subasta de compra directa por US\$70,8 millones. En lo corrido del año, el Banco ha realizado compras de divisas por US\$4.057,6 millones.

Durante el mismo mes, el Banco no efectuó compras ni ventas definitivas de TES B. Al finalizar diciembre, el saldo de dichos títulos en su poder ascendió a 2,7 miles de millones de pesos.

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

30 de enero 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 los siguientes aspectos principalmente:

- El crecimiento mundial continúa débil y desigual. Mientras la recuperación de los Estados Unidos continúa y se consolida, el crecimiento de la zona del euro y Japón sigue débil. Los países emergentes se expanden a un menor ritmo o lo hacen a tasas históricamente bajas. Con ello, es factible que en 2015 el crecimiento promedio de nuestros socios comerciales sea menor que lo estimado en meses anteriores.
- Los precios internacionales del petróleo registraron una fuerte caída en meses pasados, y su nivel actual está más del 50% por debajo del de mediados de 2014. En la medida en que este fenómeno obedece a un fuerte incremento de la oferta de crudo, es probable que su efecto neto sobre la economía mundial sea positivo. No obstante, sus efectos serán heterogéneos. Mientras los países importadores se beneficiarán, los exportadores se verán afectados negativamente por la caída de sus ingresos y la presión sobre sus finanzas públicas y balances externos.
- Por su carácter de país exportador, la caída en el precio del petróleo afecta negativamente a Colombia. El efecto adverso sobre los términos de intercambio se refleja en una caída del ingreso nacional, con implicaciones sobre el balance comercial y las finanzas públicas. Estos impactos serán parcialmente mitigados por la depreciación del peso frente al dólar y por el efecto positivo que podría tener la caída de los precios del petróleo sobre el crecimiento mundial.
- En Colombia, los datos conocidos para el cuarto trimestre de 2014 sugieren que la demanda interna continuó dinámica. Con esta información, el equipo técnico estima que durante el cuarto trimestre se habría alcanzado un crecimiento de 4%, con lo cual el crecimiento del segundo

semestre sería de 4,1%. Si bien es inferior al registrado en el primer semestre, continúa siendo un desempeño sobresaliente en la región. Con lo anterior se espera que para 2014 el crecimiento se haya situado entre 4,5% y 5%, con 4,8% como cifra más probable.

- Para 2015 se proyecta un crecimiento entre 2% y 4%, con 3,6% como cifra más probable. Esta caída refleja un crecimiento de la demanda interna que se ajusta al menor nivel de ingreso nacional. La fuerte caída en el precio del petróleo ya se ha reflejado en recortes de los programas de inversión del sector.
- Al final de 2014, la inflación anual terminó en 3,66%, cifra que se ubica dentro del rango meta establecido para dicho año (3% \pm 1 pp). La desviación respecto al punto central se explicó fundamentalmente por la corrección de caídas transitorias en algunos precios y por aumentos temporales en otros. En el mismo mes, el promedio de las cuatro medidas de inflación básica se situó en 3,06%.
- Las expectativas de inflación de los analistas a un año y las que se infieren de los papeles de deuda pública a mayores plazos se sitúan en la parte superior del rango meta.

- La depreciación del peso ha sido particularmente fuerte, reflejando la caída del petróleo. Es de esperar que la devaluación del peso se traspase temporalmente a la variación del IPC de transables, al tiempo que representa un estímulo para las exportaciones y los sectores que compiten con importaciones, y modera el impacto negativo del precio del petróleo sobre las cuentas fiscales y externas del país.

En resumen, la demanda interna continúa mostrando dinamismo en un contexto cercano a la plena utilización de la capacidad productiva. Al mismo tiempo, la inflación y sus expectativas se sitúan un poco por encima del 3%. Lo anterior se presenta en un entorno de deterioro de los términos de intercambio y de incertidumbre sobre su evolución futura y su impacto sobre la demanda agregada. Hecha la evaluación del balance de riesgos, la Junta Directiva consideró apropiado mantener inalterada la tasa de interés de referencia.

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.