



◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 26 de septiembre de 2014

El 26 de septiembre de 2014 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 junio de 2014 y en el anexo estadístico.¹

1. Contexto macroeconómico

En relación con el contexto macroeconómico el equipo técnico resalta los siguientes elementos:

1. La nueva información de la actividad económica mundial sugiere que el crecimiento promedio de nuestros socios comerciales para 2014 podría ser algo menor que lo estimado en el escenario central del informe trimestral pasado (2,5%). Ello, como consecuencia de la pérdida de dinamismo en la zona del euro y por una desaceleración más acentuada en China y en algunos países de

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

- la región. Por el contrario, en los Estados Unidos se ha observado un desempeño en su actividad económica algo mayor que lo estimado. De esta forma, es probable que en el segundo semestre la recuperación de la demanda externa por los productos colombianos sea más lenta de lo pronosticado en informes anteriores.
2. Se espera que las compras de activos financieros por parte de la Reserva Federal (FED) culminen en octubre de 2014. También, se sigue proyectando que el primer incremento en la tasa de interés de referencia de la FED ocurra a mediados de 2015, pero con ajustes algo más rápidos a los esperados en meses anteriores. Ante este escenario, las tasas de interés de largo plazo de los bonos del gobierno de Estados Unidos dejaron de descender en las últimas semanas y se situaron en niveles superiores al promedio observado en 2013.
 3. En las últimas semanas las primas de riesgo de varios países de la región se han incrementado, pero se mantienen en niveles bajos e inferiores al promedio registrado en 2013. El precio internacional del petróleo, al igual que las cotizaciones de algunos bienes básicos que importa Colombia, descendieron. Cálculos preliminares indican que el deterioro en los términos de intercambio podría ser mayor que lo estimado en el informe trimestral pasado.
 4. En julio el valor de las exportaciones en dólares se recuperó y se situó por encima del promedio registrado en el primer semestre del año. La recuperación fue más acentuada en las ventas externas de bienes de origen minero y agrícola. En los primeros siete meses del año, el valor de las exportaciones totales en dólares acumuló una caída de 2,6% (en el primer semestre fue de -4,5%).
 5. Las importaciones en dólares se aceleraron y en julio registraron su mayor valor mensual histórico. El crecimiento anual más alto se dio en las destinadas a bienes de capital, principalmente por compras de aviones. Las importaciones de bienes de consumo e intermedios también registraron crecimientos importantes. En lo acumulado entre enero y julio, las importaciones totales crecieron 8,1%, 2 pp más que lo registrado en el primer semestre del año.
 6. Las anteriores tendencias de comercio exterior aumentaron la probabilidad de que en todo 2014 la balanza comercial sea negativa y que se presente una ampliación en el déficit de la cuenta corriente frente a 2013. El choque de oferta ocasionado por el cierre temporal de la refinería de Cartagena explica parte de la ampliación de este déficit.
 7. En el contexto interno, el crecimiento económico del segundo trimestre de 2014 (4,3%) estuvo en línea con lo proyectado. La demanda interna y sus principales componentes (consumo e inversión) se desaceleraron, pero mantienen aumentos superiores a los del PIB total. Las exportaciones cayeron mientras que las importaciones se desaceleraron. Por el lado de la oferta, los sectores económicos más dinámicos fueron las obras civiles, seguido de servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas, y servicios sociales comunales y personales. Además del minero, el otro sector que presentó una caída fue la industria, en parte explicada por el cierre temporal de la refinería de Cartagena.
 8. Para el tercer trimestre, las nuevas cifras de actividad económica sugieren que el crecimiento en este período podría ser algo mayor que el registrado en el segundo. Esto

- se observa en el comportamiento, a julio, del comercio al por menor, de la producción industrial, de las licencias de construcción y producción de cemento, y en las cifras de café y demanda de energía a agosto. No obstante, la producción de petróleo continuó contrayéndose en el bimestre julio-agosto.
9. En agosto y lo corrido de septiembre, el crecimiento de la cartera bancaria en moneda nacional continuó con su tendencia decreciente. La menor dinámica de la cartera comercial y, en menor medida, de la hipotecaria, explicaron dicha desaceleración. La cartera de consumo continúa creciendo a una tasa estable. Todas las modalidades registran aumentos anuales superiores al crecimiento del PIB nominal estimado para el presente año.
 10. En agosto el traspaso de los incrementos de la tasa de interés de referencia hacia las tasas de interés de los créditos se deterioró. Algunos indicadores sugieren que dicho comportamiento se debe a una mayor oferta de crédito. En términos reales, todas las tasas de interés de crédito (exceptuando las de tarjetas) se encuentran por debajo del promedio calculado desde 2000.
 11. Con todo lo anterior, para 2014 el equipo técnico sigue estimando un rango de crecimiento entre 4,2% y 5,8%, con 5% como cifra más factible. Esta última cifra implica un aumento del PIB para el segundo semestre algo menor que el registrado en el primero.
 12. En agosto la inflación anual aumentó y se situó en 3,02%, en línea con lo estimado por el equipo técnico. Los mayores ajustes en los precios de los alimentos, regulados y no transables sin alimentos ni regulados, explicaron dicho comportamiento. El promedio de las medidas de inflación básica retomó su convergencia hacia la meta y se ubicó en 2,7%.
 13. Las expectativas de inflación de los analistas a un año, al igual que las que resultan de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años, se mantienen cerca o levemente por encima de la meta de largo plazo (3%).

2. **Discusión y opciones de política**

La Junta Directiva por mayoría consideró apropiado mantener inalterado el nivel de la tasa de interés de intervención en 4,5%.

Algunos integrantes de la Junta coinciden con los elementos principales del

diagnóstico de corto y mediano plazo del documento del equipo técnico. Las consideraciones relevantes en el horizonte tradicional del esquema de inflación objetivo (uno a dos años) son la existencia de una brecha del producto levemente positiva, una demanda interna que crece a tasas altas y superiores a la esperada, una inflación que estará en los próximos meses ligeramente por encima del 3% pero unas expectativas de inflación que hasta ahora muestran señales de estar ancladas a la meta del 3%, y una tasa de interés de política que lleva implícita una postura monetaria levemente expansiva. Sin embargo, en la medida que la política monetaria actúa con rezago, es necesario considerar los riesgos que podrían afectar la confianza y el comportamiento futuro de la economía real, en particular los inherentes al entorno internacional y la política fiscal. En esa medida consideraron prudente mantener inalterada en esta ocasión la tasa de intervención en 4,5% y enfatizaron la importancia de seguir evaluando el desempeño de la economía en la próxima reunión para definir el futuro de la política monetaria.

Por su parte, otros integrantes de la Junta afirmaron que la información más reciente sobre el crecimiento del PIB en el segundo trimestre por el lado de la demanda interna, indica una moderación de la misma, a pesar de que conserva su dinamismo


especialmente debido al rubro de obras civiles. No obstante, dado el rezago entre los movimientos de la tasa de interés de política y sus efectos plenos sobre la demanda, sus mayores efectos no se sentirán antes del segundo semestre de 2015 y el primero de 2016. De otra parte, el impulso originado en el comportamiento del sector minero-energético se ha moderado, al igual que la tendencia descendente de los términos de intercambio, a lo que se suma la debilidad del sector externo, particularmente de nuestros vecinos de la región. Finalmente, tanto la inflación

total como las expectativas se hallan ancladas en la meta, lo cual es el objetivo esencial de la política monetaria, en tanto que el promedio de las básicas como la inflación sin alimentos aún se encuentran por debajo del punto medio del rango meta. Por consiguiente, se debe mantener la actual tasa de 4,5%.

Otro integrante de la Junta consideró que, con una brecha positiva del producto y una inflación que continúa elevándose en sus expectativas, es prudente continuar aumentando la tasa de interés de intervención en 25 pb a 4,75% dados los datos de

crecimiento de la demanda interna en el segundo trimestre, los pertinentes al mercado laboral y los indicadores de confianza de empresarios y consumidores.

3. Decisión de política

Por mayoría, la Junta Directiva decidió mantener la tasa de interés de intervención en 4,5% 

*Minutas publicadas
en Bogotá D. C.,
el 10 de octubre de 2014.*



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

1. En los Estados Unidos, los indicadores de actividad real en el tercer trimestre muestran que la economía mantuvo el dinamismo exhibido en el trimestre anterior. Las cifras de agosto de las ventas al por menor y de producción industrial reflejan una expansión favorable. Los índices de opinión de empresarios y de consumidores sugieren que este comportamiento se mantendría en lo que resta del año.
2. En lo referente a los precios, tanto la inflación total, como la básica, en los Estados Unidos se mantienen por debajo de la meta de 2% de la Reserva Federal.
3. La recuperación del mercado laboral continuó durante el mes de agosto. La tasa de desempleo se redujo a 6,1%, mientras que el número de vacantes se encuentra en un nivel superior al de antes de la crisis. No obstante, la tasa de subempleo y el desempleo de largo plazo aún se mantienen alejados de sus niveles promedio históricos.
4. En términos de política monetaria, la Reserva Federal anunció que el programa de compra de activos terminará en octubre, según lo previsto. Por otra parte, el incremento de las tasas de interés no ocurriría antes de la segunda mitad de 2015. Sin embargo, de acuerdo con las proyecciones económicas que publica trimestralmente la Reserva Federal, el alza sería más fuerte de la que se estimaba algunos períodos atrás.
5. Así, los buenos resultados económicos en los Estados Unidos durante el tercer trimestre y las revisiones que se hicieron a los datos del PIB, llevarían a un crecimiento económico para todo el año superior al 1,9% esperado.
6. En la zona del euro las cifras de agosto muestran que la producción industrial exhibió un ritmo de expansión muy modesto. Al desagregar por países, se observa un crecimiento leve en Alemania y España, junto a una caída en Italia y un estancamiento en Francia. Las encuestas a los industriales apuntan a que la actividad manufacturera continuaría debilitándose en lo restante del año.
7. En cuanto al consumo privado, las ventas al por menor mostraron un menor ritmo de expansión en julio. Lo anterior se observó de forma generalizada en los principales países de Europa. Este rubro seguiría presentando un bajo dinamismo en los próximos meses, dado que la confianza de los hogares ha caído de manera importante.
8. La inflación anual de la zona del euro se mantuvo en 0,4% en agosto, con lo que permanecen los riesgos de deflación en la región. En este contexto, el Banco Central Europeo anunció una nueva reducción de sus tasas de referencia, al igual que el inicio de un programa de compras de

- títulos respaldados en activos (AssetBacked Securities ABS) a partir de octubre, que busca fomentar la oferta de crédito en la zona del euro. Aún se desconocen los detalles de dicho programa.
9. Todo lo anterior apunta a que el ritmo de expansión de la actividad económica de la zona euro en 2014 podría ser más débil que lo esperado.
 10. En el caso de China, las variaciones anuales a agosto de las ventas al por menor, de la producción industrial y de la inversión en activos fijos revelan una fuerte desaceleración, lo cual sugiere que el crecimiento de la economía se habría moderado más de lo esperado durante el tercer trimestre del año. El comportamiento del mercado inmobiliario no ha presentado mejoras: los indicadores de precios siguen señalando caídas. Con esta información, algunos analistas han reducido los pronósticos de crecimiento para 2014, ubicándolos en niveles inferiores a la meta del gobierno (7,5%).
 11. En América Latina la variación anual de los indicadores de actividad económica en julio señalan que para Brasil, Perú y Chile el crecimiento durante el tercer trimestre del año seguiría siendo muy débil. Adicionalmente, es de destacar el caso de Venezuela, en donde la contracción podría ser mayor a la prevista (-1%), como consecuencia de los problemas estructurales que enfrenta esta economía.
 12. La inflación en las economías emergentes tiene un comportamiento heterogéneo. Por una parte, en Chile y Brasil se mantiene por encima de la meta, mientras que en Perú y en las economías asiáticas se ha moderado.
 13. En relación con los precios internacionales de los bienes básicos exportados por Colombia, las cotizaciones del petróleo se han reducido de manera significativa en los últimos meses, como consecuencia de una mayor producción en algunos países de Oriente Medio y de las menores perspectivas de crecimiento global. En contraste, los precios del níquel y del café se han mantenido en niveles altos y superiores a los del año pasado.
 14. Entretanto, las cotizaciones de algunos alimentos importados muestran una fuerte tendencia a la baja, gracias a la mayor oferta por las buenas cosechas en los Estados Unidos y en otras regiones.
 15. Las menores perspectivas de crecimiento en China y en otras economías emergentes han generado caídas en los índices bursátiles en estos países en septiembre. En contraste, los mercados financieros de los países desarrollados no han mostrado cambios significativos en las últimas semanas.
 16. En cuanto a los mercados financieros de América Latina, se observó un incremento en las primas de riesgo, lo que podría estar relacionado con la desaceleración económica que se ha visto en algunos países de la región en los últimos meses. Simultáneamente, las monedas de la región se debilitaron en las últimas semanas.
 17. En cuanto al comercio exterior colombiano, en julio las exportaciones totales en dólares registraron un incremento anual de 8,5%, lo cual se explica por las mayores ventas externas de los principales bienes de origen minero (6,6%), principales bienes de origen agrícola (25,5%) y del rubro de resto de exportaciones (9,2%). En el primer grupo se destacan los incrementos en los valores despachados de petróleo (7,1%) y carbón (20,6%), como resultado, principalmente, de los mayores volúmenes. En el segundo, sobresale el café (44,9%), explicado por incrementos en las cantidades y en los pre-

cios internacionales, y las flores (31,2%). En el tercer grupo, se destaca el aumento en las exportaciones industriales (10%), especialmente de alimentos y bebidas, químicos, minerales no metálicos y vehículos.

18. Durante los primeros siete meses del año, el valor de las exportaciones en dólares cayó 2,6% con respecto al mismo período del año anterior. Esta dinámica se explica por la disminución en las ventas externas de los principales productos mineros (-2,9%) y del grupo resto de exportaciones (-7,8%). Dentro de las de origen minero, los mayores descensos fueron en derivados del petróleo (-25,3%) y oro (-40,1%); y en el caso del resto de bienes se destacan las disminuciones en los rubros de vehículos (-47%), otros bienes agrícolas (-41,4%) y otros bienes industriales (-15,4%). Por otro lado, las exportaciones de los principales bienes agrícolas crecieron 16,4% en términos anuales, por el aumento de café (21,6%), banano (20,6%) y flores (7,4%).
19. Por su parte, las importaciones totales CIF aumentaron 19% en julio frente al mismo mes del año anterior, dados los crecimientos de bienes de capital (29,7%), in-

termedios (10,7%), y de consumo (21%). En el primer caso, se observaron crecimientos en especial en equipo de transporte (73,3%) y bienes de capital para la industria (17,6%). Para los bienes intermedios, el principal incremento se registró en el rubro de combustibles y lubricantes (16,6%) y materias primas para la industria (7,6%). En el caso de los bienes de consumo, el mayor impulso se dio en los durables (30%).

20. En lo corrido del año hasta julio el valor total en dólares de las importaciones CIF creció 8% anual; comportamiento explicado por las mayores compras externas de bienes intermedios (12,7%), consumo (7,2%) y capital (2,6%). Dentro del primer grupo, los mayores crecimientos se registraron en combustibles y lubricantes (30%) y materias primas para la industria (7%). En cuanto a los bienes de consumo, aumentó de forma notoria el rubro de bienes durables (10,8%). En los de capital se observaron incrementos principalmente en los bienes destinados a la industria (6%) y partes y accesorios de equipo de transporte (21%).
21. Vale la pena mencionar que el cierre de la refinería de Cartagena se ha

visto reflejado en menores exportaciones y mayores importaciones. Por lo tanto, se podría esperar una corrección parcial del déficit comercial, una vez la nueva refinería entre en operación el próximo año.

II. Demanda interna, crecimiento y crédito

22. El crecimiento anual de la economía colombiana durante el segundo trimestre de 2014 fue 4,3%, cifra que representa una caída de 0,1% frente al nivel del primer trimestre. Esto se puede explicar por un menor número de días hábiles, choques de oferta (cierre de Reficar) y un efecto de base estadística.
23. Aunque la demanda interna se desaceleró (de 9,0% a 7,7% anual), continúa mostrando un dinamismo significativo y contribuye de manera importante a la expansión de la economía. Al desagregar por componentes, los rubros que más contribuyeron al crecimiento fueron: la inversión en construcción de obras civiles (17,8%) y el consumo del gobierno (6,5%), los cuales crecieron por encima de toda la economía. Se destaca que el consumo de los hogares mantuvo

- su ritmo de crecimiento (5,2%) similar al del trimestre anterior y por encima del promedio histórico (4,0%).
24. La demanda externa neta contribuyó negativamente al crecimiento y en mayor medida que el trimestre anterior. Aunque las importaciones en pesos reales se desaceleraron de manera importante, al pasar de 14,2% a 9,6%, las exportaciones se contrajeron 8,6% (frente a un crecimiento de 2,4% del primer trimestre).
25. Por ramas de actividad, los sectores que más crecieron durante el segundo trimestre de 2014 fueron la construcción (10,2%), el financiero (6,1%) y los servicios sociales, comunales y personales (5,8%). La industria (-1,4%) y la minería (-2,2%) presentaron retrocesos anuales. Por su parte, el PIB no transable, aunque registró una desaceleración, continuó expandiéndose por encima de la economía en su conjunto (de 7,3% pasó a 6,0%), mientras que el de transables se desaceleró en forma significativa (de 5,3% cayó a 1,7%). Al excluir la minería de este último, el PIB transable creció 2,7%.
26. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre de 2014 sugieren que la economía mantendría el ritmo de crecimiento en niveles similares a los observados en el trimestre anterior. Se espera, en el escenario central, que el consumo del Gobierno y la inversión de obras civiles conserven un alto dinamismo.
27. Según la información de la *Muestra mensual de comercio al por menor* (MMCM) del DANE, las ventas minoristas de los establecimientos comerciales se expandieron 5,2% en términos anuales durante julio (frente al 3,5% de junio y el 6,6% para el promedio de abril a junio). Al descontar el efecto de las ventas de vehículos automotores y motocicletas, las ventas crecieron 4,9% durante el mismo periodo.
28. La *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República indica que en julio las condiciones y expectativas de ventas de los comerciantes fueron favorables. El balance de las respuestas se ubicó por encima del promedio del segundo trimestre; dada la correlación que dicho indicador guarda con el consumo de los hogares, se esperaría un buen desempeño de este componente del PIB durante el tercer trimestre.
29. Con respecto a los indicadores de consumo de bienes durables, la MMCM reveló que en julio las ventas de vehículos crecieron 6,4% anual, luego de la caída de 4,0% del mes anterior (en el segundo trimestre crecieron 2,3%). Por su parte, con información a agosto, las cifras de ANDI-Fenalco-Econometría muestran un aumento anual de 17% en el número de unidades de automotores vendidas. Esta cifra representa una aceleración frente al registrado en el segundo trimestre (1,5%).
30. El índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo mostró un descenso en agosto frente a los niveles registrados en meses anteriores, aunque continúa situándose por encima de su promedio histórico desde 2001. La caída del indicador se explica principalmente por los cambios registrados en el índice de las expectativas de mediano y largo plazo de los consumidores (IEC), que retrocedió significativamente durante dicho mes. El índice de condiciones económicas (ICE) no registró cambios importantes.
31. Adicionalmente, la cartera de consumo de las familias mantuvo su ritmo de crecimiento en agosto (11,8% anual frente a 11,7% en el segundo trimestre). De igual manera, para el mismo mes, las tasas de interés reales

- del crédito a los hogares (consumo e hipotecario) conservaron niveles similares a los del trimestre anterior.
32. Las variables del mercado laboral también brindan una perspectiva de un buen desempeño del consumo privado durante el tercer trimestre. Las tasas de desempleo para el total nacional y de las trece áreas mantuvieron en julio una tendencia decreciente. El empleo asalariado, que ha mostrado una alta correlación con el consumo privado, creció a buen ritmo en julio (4,6%).
 33. Por el lado de la oferta, los pocos indicadores disponibles para el tercer trimestre de 2014 sugieren una mejora de la construcción, la producción de café, la demanda de energía y la industria. En el caso del comercio, en julio y agosto, además del dinamismo de las ventas al por menor antes mencionado, se destaca la mejor percepción actual que arroja la encuesta de Fedesarrollo. Por el contrario, las cifras relacionadas con la producción de petróleo mostraron un retroceso de la actividad.
 34. En el caso de la construcción de edificaciones, en julio las licencias registraron una expansión importante (45,4%) y el acumulado de doce meses continúa mostrando crecimientos de alrededor de 13%. Por su parte, la producción y despachos de cemento subieron en julio 11,4% y 8,1%, respectivamente.
 35. En cuanto a la industria, el índice de producción industrial sin trilla de café creció en términos anuales 1,6% en julio. La heterogeneidad en el comportamiento de los sectores se mantiene: mientras que en algunos se apreciaron importantes crecimientos (vehículos automotores (21,9%), molinería y almidones (8,6%), confecciones (15,0%), otros productos químicos (5,1%), y otros productos alimenticios (7,7%)). En otros, por el contrario, se observaron contracciones significativas, como en refinación del petróleo (- 25,5%), maquinaria de uso especial (-49,2%) y actividades de edición e impresión (-16,0%). Es necesario advertir que el mal resultado para la refinación de petróleo obedece al cierre temporal de la refinería de Cartagena.
 36. Con información a agosto, los indicadores líderes de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo, como los pedidos, las existencias y las expectativas de producción de los industriales para los próximos tres meses mantuvieron niveles similares a los de julio. Esto sugeriría que la recuperación gradual que se observó en julio podría mantenerse en agosto.
 37. La producción de café se ubicó en 1.151.000 sacos en agosto, 49,5% más que la del mismo mes del año anterior. Con ello el bimestre julio-agosto se expandió 34,7%. Esto implica una aceleración significativa respecto al segundo trimestre (0,4%). En lo corrido del año, la producción acumula 7,9 millones de sacos y una expansión anual de 17,6%.
 38. En el mismo mes, la demanda de energía total aumentó 4,3% anualmente, aunque presentó una disminución respecto a julio. Sin embargo, la tendencia continúa siendo favorable. El componente regulado creció 5,6% y el no regulado se expandió 3,0%.
 39. Por el contrario, la producción de petróleo se ubicó por debajo del millón de barriles diarios (990 mbd) en agosto. Esto implicó una contracción anual de 4,0%.
 40. Dado todo lo anterior, para el año completo se mantiene el pronóstico de crecimiento entre 4,2% y 5,8%, con cifra más probable de 5,0%.

III. Comportamiento de la inflación

41. La inflación anual al consumidor aumentó en agosto y se situó en 3,02%, 13 puntos base (pb) por encima del resultado del mes anterior (Cuadro 1). Es la primera vez, desde octubre de 2012, que el indicador se sitúa por encima del punto medio del rango meta (3,0%). En términos de variaciones mensuales, el dato de agosto fue 0,20%, frente a unas expectativas promedio de los analistas del mercado de 0,12%.
42. La inflación básica también aumentó en agosto como lo sugiere el promedio de los cuatro indica-

- dores monitoreados por el Banco, que se situó en 2,70% frente a 2,58% de julio. Los cuatro indicadores se incrementaron, con el núcleo 20 retornando al 3,0% y presentando el nivel más alto y el IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos el más bajo (3,4%) (Cuadro 1). La inflación sin alimentos se situó en 2,8% aumentando 11 pb, mientras que la inflación sin alimentos ni regulados registró la menor alza (solo 4 pb) cerrando en cerca de 2,6%. Esto último, por cuanto las principales presiones se concentraron en alimentos y regulados.
43. Dentro del IPC sin alimentos, los regulados

y en menor medida los no transables, ejercieron presiones alcistas. En el primer caso, los aumentos se concentraron en las tarifas de la energía eléctrica y del gas domiciliarios, pues los otros componentes (combustibles, transporte público y acueducto) no presentaron cambios de importancia. Así las cosas, la variación anual de los regulados se situó en 3,8%, su mayor nivel en 24 meses. Cabe señalar que a partir del segundo trimestre las tarifas de energía eléctrica comenzaron a presentar ajustes de cierta consideración. A agosto, la variación anual del IPC de energía fue de 9,2%.

Cuadro 1
Comportamiento de la inflación a agosto de 2014

Descripción	dic-13	ene-14	mar-14	jun-14	jul-14	ago-14
Total	1,94	2,13	2,51	2,79	2,89	3,02
Sin alimentos	2,36	2,49	2,62	2,66	2,75	2,84
Transables	1,40	1,57	1,65	1,94	1,60	1,57
No transables	3,76	3,61	3,55	3,45	3,17	3,29
Regulados	1,05	1,66	2,21	2,14	3,60	3,83
Alimentos	0,86	1,20	2,23	3,11	3,26	3,47
Perecederos	-0,16	2,13	3,17	8,92	9,18	8,91
Procesados	-0,24	-0,18	0,92	1,44	1,66	2,09
Comidas fuera del hogar	3,26	3,29	4,13	3,52	3,45	3,47
Indicadores de inflación básica						
Sin alimentos	2,36	2,49	2,62	2,66	2,75	2,84
Núcleo 20	2,72	2,69	2,86	3,04	2,73	2,98
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. púbs.	2,19	2,27	2,53	2,53	2,33	2,42
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,74	2,74	2,81	2,51	2,56
Promedio primeros cuatro indicadores	2,51	2,55	2,69	2,76	2,58	2,70

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

44. Respecto a los precios de los no transables sin alimentos ni regulados, el aumento en agosto de su variación anual a 3,3% (Cuadro 1) se explica en gran parte por un efecto estadístico asociado con la fuerte caída en los precios de las boletas de fútbol el año pasado, fenómeno que no se repitió durante agosto de este año. A ello se sumó un aumento menor en el IPC de turismo. Un hecho importante dentro de esta subcanasta, que viene ocurriendo desde hace varios trimestres, es el descenso en el ritmo de ajuste de los arriendos. Para este mes presentaron una variación anual de 3,1%.
45. La variación anual de transables sin alimentos ni regulados no presentó cambios y se mantuvo en 1,6% (Cuadro 1). Los precios de vehículos, celulares, electrodomésticos y aparatos electrónicos continuaron cayendo, probablemente recogiendo de manera parcial y con rezago, los efectos de la depreciación del peso de meses anteriores. Sin embargo, otros precios como los de pasajes aéreos, artículos para el aseo del hogar y personal y periódicos, aumentaron más de lo que se venía observando en los meses anteriores. La nueva tendencia ha-
- cia la depreciación del peso observada a partir de finales de julio, de llegar a sostenerse, debería generar nuevas alzas en esta subcanasta en lo que resta del año.
46. Por su parte, la variación anual de alimentos continuó acelerándose según lo contemplado en informes anteriores. El dato de agosto fue 3,5%, el más alto desde octubre de 2012. En esta oportunidad las mayores presiones provinieron de la canasta de alimentos procesados, en especial por alzas registradas en los precios de la carne de res, leche, pollo y huevos. En el caso de la carne, desde mayo se han presentado aumentos de alguna consideración en sus precios, que estarían asociados con un menor sacrificio de ganado (con una caída de 8,4% en el segundo trimestre según el DANE). Por otro lado, de acuerdo con el gremio, la ganadería estaría entrando en una fase de retención que puede durar varios trimestres.
47. Los alimentos de origen importado (cereales y aceites, principalmente) y las comidas fuera del hogar no ejercieron presiones alcistas, como ha sido la norma en los últimos trimestres. En el caso de los precios de los alimentos perecederos, aunque se siguieron pre-
- sentando aumentos en hortalizas y frutas, estos fueron compensados por reducciones importantes en el precio de la papa. Gracias a esto último, los alimentos perecederos han dejado de aportar a la aceleración de la inflación, algo que es probable que se revierta a finales de año o comienzos de 2015, según el ciclo de producción de este producto.
48. En este entorno, las expectativas de inflación a finales de año aumentaron en forma leve según lo muestra la encuesta mensual realizada por el Banco a los analistas del mercado financiero. La encuesta de comienzos de septiembre muestra una inflación esperada de 3,4% para diciembre de 2014, frente a 3,3% de hace un mes. Para las expectativas a doce meses los cambios fueron mínimos, con una cifra ligeramente superior a 3,1%. Respecto a las expectativas a dos, tres y cinco años derivadas de la curva de rendimientos de los TES, no hubo cambios de importancia y estas continuaron oscilando en torno al 3,0%.
49. La variación anual del IPP aumentó 70 pb en agosto, situándose en 2,96%. Las alzas se originaron, tanto en los precios de productos agropecuarios producidos y

consumidos en el país (carne, frutas, hortalizas), como en el total de bienes de origen importado. Esto último guarda relación con la depreciación del peso, pues en este caso, a diferencia de lo que ocurre con los precios al consumidor, la transmisión a los precios internos es rápida. Dado lo anterior, es probable que se estén presentando algunas alzas en los costos de producción no

laboral, las cuales de todos modos siguen siendo moderadas y no deberían comprometer el cumplimiento de la meta de inflación para este año.

50. Respecto a los costos laborales, a julio los salarios de la industria y del comercio, y a agosto los de la construcción, mostraban ajustes de alrededor del 4,0%, compatibles con la meta de inflación. Además, las rebajas en los aportes

de salud por parte de los empleadores en este año hace que los costos laborales aumenten aún menos desde el punto de vista de los empresarios. Por ello las presiones originadas en este frente han sido y seguirán siendo limitadas para lo que resta del año. Hacia 2015 la situación podría cambiar de mantenerse el descenso en la tasa de desempleo.

◆ Comunicados de prensa

Nombramiento de nueva gerente en la Agencia Cultural de Popayán

2 de septiembre de 2014

Después de un proceso interno de selección, el pasado 29 de agosto de 2014 la Junta Directiva del Banco de la República designó como nueva gerente de la Agencia Cultural de Popayán a Carol Estefanía Guerrero Bucheli, quien iniciará su gestión a partir del 1 de octubre de 2014.

Carol Estefanía Guerrero Bucheli ingresó al Banco el 15 de diciembre de 2008 como jefe cultural de la sucursal de Pasto. Es antropóloga por la Universidad del Cauca, magíster en Estudios Latinoamericanos por la Universidad de Salamanca. Cuenta con experiencia y conocimientos en gestión cultural, formulación y desarrollo de proyectos culturales y sociales, así como con experiencia docente. Estuvo vinculada a la Secretaría de Gobierno Departamental de Pasto (2004-2008), entidad en la que participó en la estructuración de programas de promoción de la identidad cultural y como docente universitaria en la Universidad de Nariño.

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

8 de septiembre de 2014

El Banco de la República informa que en el mes de agosto de 2014 realizó compras de divisas en el mercado cambiario a través del mecanismo de subasta de compra directa por US\$ 608,0 millones. En lo corrido del año, el Banco ha realizado compras de divisas por US\$2.915,8 millones.

Durante el mismo mes, el Banco no efectuó compras ni ventas definitivas de TES B. Al finalizar agosto, el saldo de dichos títulos en su poder ascendió a \$3,5 miles de millones.

El Banco de la República triplica este año la cantidad de moneda puesta en circulación

11 de septiembre
de 2014

Como se ha informado por distintos medios, en la actualidad hay más de 4.800 millones de monedas en circulación, por un valor superior a \$1.1 billones. El Banco de la República ha respondido a la reciente demanda inusual de moneda metálica incrementando su producción, para lo cual la Fábrica de Moneda está operando las veinticuatro horas del día a tres turnos, con un programa de producción para el presente año de 417 millones de piezas. Las remesas de moneda se han dirigido especialmente hacia las ciudades con mayores necesidades. La moneda que el Banco ha puesto a circular en lo corrido del año registra un incremento cercano al 200% anual, es decir tres veces más de lo puesto a circular en similar período del año anterior.

La alta demanda de moneda metálica que se ha observado recientemente está relacionada con el atesoramiento que el público y algunas entidades hicieron de la moneda de la nueva familia, especialmente de las monedas de \$1000 y \$500, lo cual restringe su libre circulación como medio de pago y genera presión sobre las monedas de otras denominaciones.

Las necesidades de baja denominación no solo se atienden con las nuevas monedas que produce el Banco, sino también con la recirculación de las que ya están emitidas, y con los 149 millones de billetes de \$1.000 que circulan en la economía. El Banco seguirá

haciendo todos los esfuerzos necesarios para satisfacer las necesidades de moneda y billetes y hace un llamado especial para que se recirculen las monedas.

José Darío Uribe, nombrado Banquero central del año por la revista *Latinfinance*

16 de septiembre
de 2014

La revista estadounidense *LatinFinance* nombró al gerente general del Banco de la República, José Darío Uribe, como Gobernador de Banca Central del año. Este es un reconocimiento especial a la decisión de la Junta Directiva del Banco de la República de elevar de manera anticipada la tasa de interés del Banco, y a la oportuna intervención en el mercado cambiario, con lo cual se logró equilibrar la necesidad de apoyar el crecimiento económico con el deber de mantener la inflación bajo control.

Según Taimur Ahmad, editor en jefe de *LatinFinance*, “Gracias en parte a la previsión del Banco de la República, el fuerte marco de políticas implementadas en Colombia ha permitido a la economía resistir las presiones inflacionarias y los vientos externos”.

“Nosotros expresamos claramente que empezamos el ciclo de alza con suficiente anticipación para asegurar un proceso de ajuste gradual. Una demora injustificada a este respecto hubiera generado volatilidad excesiva en las tasas de interés y producción, dado que se hubieran podido presentar presiones en la demanda agregada y desanclar las expectativas de inflación”, dijo Uribe en una entrevista otorgada a *LatinFinance*. “No podemos controlar el entorno externo, pero sí nuestro marco de políticas”, afirmó.

Detalles completos del Premio a Mejor Gobernador de Banca Central del año, inclu-

yendo comentarios adicionales de José Darío Uribe, están disponibles en <http://www.latinfinance.com/>

Sobre *LatinFinance*

La revista *LatinFinance* fue fundada en 1987 y publicada desde Nueva York y Miami y ha cubierto la banca y los mercados de capitales en la región por más de 25 años. Se centra principalmente en la deuda, la equidad, la financiación estructurada, préstamos sindicados y financiamiento multilateral, entre otros.

Además de sus publicaciones, *LatinFinance* organiza mesas redondas privadas sobre temas especializados que cuentan con la participación de representantes de los gobiernos de América Latina y el Caribe y líderes empresariales de la región.

El Banco de la República recirculará 85 toneladas de monedas que se encontraban en bancos

17 de septiembre
de 2014

Como se ha informado, la demanda de moneda se atiende con producción y con la recirculación de los 4.800 millones de monedas existentes. El apoyo de los bancos en esta labor ha sido importante. Adicional al aumento de 200% en la cantidad de moneda puesta en circulación este año, el Banco de la República recirculará 85 toneladas de monedas, equivalentes a más de 14 millones de piezas, que estas entidades tenían en diferentes lugares del país. Además, a partir del mes de noviembre comenzará a recibir monedas importadas para complementar la producción nacional. Consulte información relacionada en <http://www.banrep.gov.co/es/comunicado-11-09-2014>.

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

26 de septiembre
de 2014

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

- En la economía mundial, la recuperación de la economía de los Estados Unidos contrasta con la pérdida de dinamismo en la zona euro y una desaceleración más acentuada en China y en algunos países de la región. Las primas de riesgo de varios países han aumentado levemente y sus monedas se han devaluado frente al dólar.
- Los términos de intercambio de Colombia probablemente caerán como consecuencia de la disminución del precio internacional del petróleo.
- En Colombia, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre fue igual al esperado por el equipo técnico del Banco (4,3%). Sin embargo, hay diferencias importantes entre la proyección y el resultado observado en términos de la composición del crecimiento por el lado de la demanda. Por una parte, el crecimiento de la demanda interna en ese trimestre (7,7%) fue significativamente superior al proyectado (5,4%). Por otra, las exportaciones netas registraron una fuerte caída, parcialmente explicada por fenómenos temporales. Para el segundo semestre, los pronósticos sugieren que el PIB podría crecer alrededor de 4,5%.

- El crecimiento anual del crédito bancario continuó desacelerándose, pero se mantiene por encima del crecimiento del PIB nominal. La transmisión de los incrementos en la tasa de interés de referencia a las tasas de interés activas y pasivas ha sido lenta.
- En agosto la inflación anual (3,02%) se situó en la meta de largo plazo y las proyecciones de corto plazo continuaron un poco por encima del 3%. Parte del aumento en el pronóstico obedece a incrementos transitorios en el IPC de alimentos y regulados. Las expectativas de inflación a plazos mayores de un año se mantienen cerca de la meta del 3% y se espera que el traspaso de la devaluación observada a los precios internos sea moderado.

En resumen, la demanda agregada continúa mostrando un fuerte crecimiento en un

contexto cercano a la plena utilización de la capacidad productiva. Al tiempo, las expectativas de inflación se mantienen cerca del 3%. Lo anterior se presenta en un entorno de deterioro de los términos de intercambio y de mayor incertidumbre sobre la recuperación de la actividad económica mundial y del costo del financiamiento externo, factores que pueden incidir tanto en la demanda agregada como en la tasa de cambio. 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. Finalmente, reitera que la política monetaria dependerá de la información disponible.