



◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 20 de junio de 2014

El 20 de junio 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 Maignashca Olano, Adolfo Meisel Roca, César Vallejo Mejía y Juan Pablo Zárate Perdomo.

A continuación se presenta una síntesis de la visión del equipo técnico del Banco de la República sobre la situación macroeconómica (sección 1) y posteriormente se reseñan las principales discusiones de política consideradas por la Junta Directiva (sección 2).

Un mayor detalle de la situación macroeconómica elaborada por el equipo técnico del Banco de la República se presenta en la sección de datos del *Informe sobre*

Inflación de abril de 2014 y el anexo estadístico.¹

1. Contexto macroeconómico

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

- i) La información disponible señala que los principales países desarrollados siguen expandiéndose a un ritmo moderado. En el caso de los Estados Unidos el repunte de la actividad manufacturera, las ventas al por menor, la creación de empleo y la confianza del consumidor, según indicadores a mayo, parecen sugerir una recuperación de la actividad económica

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

- frente al primer trimestre. Pese a ello, el Banco Mundial y algunos analistas redujeron recientemente sus pronósticos de crecimiento de esta economía para 2014. En cuanto a la economía de la zona euro, esta continúa creciendo a un ritmo modesto, a pesar de la mejoría en la confianza de consumidores y productores. El crecimiento de las economías emergentes de Asia se ha estabilizado, en tanto que en diversos países de América Latina ha predominado la desaceleración, con excepción de Colombia.
- ii) El comportamiento de los precios de los bienes básicos ha sido dispar. La cotización del petróleo continúa por encima del pronóstico del equipo técnico del Banco para 2014 y en las últimas semanas ha repuntado por factores geopolíticos; la del carbón permaneció estable, la del níquel presentó una tendencia alcista en lo corrido del año, a pesar de alguna caída durante las últimas cuatro semanas y la del café mostró cierto retroceso. Para el caso de los precios de los alimentos importados como el trigo y el maíz, en las últimas semanas se observaron descensos.
- iii) En la zona del euro persisten riesgos de deflación, lo que ha llevado al Banco Central Europeo a anunciar nuevas medidas de estímulo monetario. En Japón y los Estados Unidos la inflación ha aumentado recientemente, al igual que en varias economías de América Latina. En Asia se observa estabilidad.
- iv) Los mercados financieros globales han presentado un desempeño favorable durante las últimas semanas. Los índices de actividad bursátil se valorizaron y la percepción de riesgo se redujo. En América Latina las primas de riesgo continuaron descendiendo, en tanto que las tasas de cambio respecto al dólar de las principales monedas han mostrado comportamientos disímiles. En los casos de Chile y Perú se ha presentado cierta estabilidad, que contrasta con los altibajos que se observan en Brasil y la tendencia decreciente de Colombia. En este último caso como resultado de las entradas de capital relacionadas con los cambios en los portafolios de referencia de JP Morgan. No obstante, los síntomas de un mejor desempeño de la economía de los EE. UU. y su efecto sobre las expectativas de un ajuste de las tasas de interés de política en ese país, hacen que la tendencia futura de las tasas de cambio en la región sea particularmente incierta.
- v) En abril el valor en dólares de las exportaciones colombianas disminuyó frente a igual mes del año anterior. Esto se explica por la caída generalizada de los principales rubros (productos mineros, industriales y principales bienes agrícolas). En el acumulado enero-abril se redujeron las ventas externas de productos mineros por efecto de los menores precios, mientras que las agrícolas crecieron. Para las exportaciones no tradicionales, la contracción se explica, en gran medida, por las disminuciones registradas en las ventas externas de vehículos y de bienes agrícolas distintos a café, banano y flores.
- vi) El crecimiento anual del PIB del primer trimestre de 2014 fue 6,4% y se revisó al alza el de 2013. Por el lado de la oferta se destaca la dinámica positiva de todas las ramas de actividad, en particular los sectores de construcción, servicios sociales, el sector agropecuario y el financiero. Es importante resaltar que la industria registró un crecimiento de 3,3%, luego de dos años de tasas negativas.
- vii) Aunque aún no se han publicado las cifras del PIB por el lado de la demanda, la información

- disponible sugiere que la aceleración de la actividad económica se habría explicado por el dinamismo de la demanda interna, y en especial por el componente de inversión (según lo muestra el crecimiento del sector de la construcción y los datos de importaciones de bienes de capital para la industria y para la agricultura).
- viii) Para el segundo trimestre los indicadores de ventas y confianza del consumidor señalan que el consumo de los hogares mantiene su dinámica. En particular, las cifras de ventas de vehículos publicadas por Fenalco y Econometría sugieren que el consumo durable habría registrado un comportamiento favorable durante el segundo trimestre.
- ix) Lo anterior es coherente con el comportamiento de la cartera de consumo en el mes de mayo, la cual dejó de desacelerarse y registró un aumento leve en su ritmo de crecimiento. Por otro lado, los indicadores del mercado laboral continúan sugiriendo mejoras en las condiciones de trabajo. El crecimiento del empleo se ha mantenido en tasas aceptables en los últimos meses, y está concentrado principalmente en el componente asalariado.
- x) A lo anterior se suma que las tasas de interés reales de los hogares al igual que las comerciales están descendiendo y ambas se ubican por debajo de su promedio desde 2000, como resultado del aumento de la inflación y su efecto sobre las expectativas. Esto puede ser un factor que explique el repunte que se observa en el crecimiento de las carteras comercial y de consumo. Igualmente, la cartera hipotecaria ha venido acentuando su tendencia positiva.
- xi) En mayo la inflación anual al consumidor continuó con la tendencia ascendente que trae desde el comienzo del año. Este aumento se explica principalmente por el comportamiento de los precios de los alimentos. En el año corrido los alimentos también fueron el rubro que más contribuyó al aumento de la inflación.
- xii) Cabe destacar dos aspectos sobre el comportamiento reciente de la variación de los precios al consumidor: i) El IPC sin alimentos fue el único indicador de inflación básica que se redujo, y ii) los indicadores de expectativas muestran alzas y algunos empiezan a sobrepasar el punto medio del rango meta.
- xiii) El estado de la economía descrito por la información de crecimiento para el primer trimestre, los indicadores positivos que se conocen para el segundo trimestre, y la posible revisión al alza del pronóstico del PIB para el año completo que esto podría significar, sugieren que la demanda crece a un ritmo superior que el PIB potencial. Lo anterior, combinado con el registro de unas expectativas de inflación al alza, aumenta la probabilidad de que las presiones inflacionarias puedan estar propagándose a toda la economía.
- xiv) En síntesis, se podría afirmar que los datos más recientes muestran una economía y una inflación creciendo más rápido de lo previsto, con lo cual las expectativas han sido presionadas al alza. La tasa de interés real se mantiene en un nivel bajo (frente a su promedio desde el año 2000) y puede continuar estimulando la demanda interna.

2. Discusión y opciones de política

La Junta Directiva coincidió en que la economía creció en el primer trimestre del año con una dinámica mayor a la esperada y a la que habían tomado en consideración los modelos del equipo técnico del Banco. Además, en

que, independientemente de las diferentes opiniones que existen sobre el crecimiento del PIB potencial, la brecha se está cerrando a una tasa más acelerada que la antes prevista o incluso, en opinión de algunos miembros, ya se cerró.

En cuanto a la inflación, los miembros de la Junta coincidieron en que las expectativas a pesar de haberse incrementado recientemente, se encuentran ancladas en la meta. Así mismo, coincidieron en que buena parte del aumento de la variación anual de los precios al consumidor se debe a la reversión esperada en algunos alimentos perecederos, así como en la reducción en los aumentos de precios de algunos bienes y servicios regulados. Varios miembros de la Junta mani-

festaron que podrían existir presiones inflacionarias surgidas de la aceleración de la demanda. Otro agregó que durante el pasado reciente las variaciones de la tasa de inflación han sido determinadas fundamentalmente por el comportamiento de los precios de los alimentos, en especial de los perecederos, y que dicho comportamiento, a su vez, ha sido el resultado de factores climáticos, esto es de choques de oferta, en vez de excesos de demanda.

La Junta señaló que un ajuste gradual de la tasa de interés de intervención se justifica teniendo en cuenta los siguientes aspectos: (i) la volatilidad e incertidumbre de los datos de inversión pública, que han constituido la principal sorpresa en el crecimiento; (ii) el debilitamiento

del comercio internacional, y (iii) los impactos de la política monetaria de los Estados Unidos.

Los miembros de la Junta Directiva consideraron que en el contexto anteriormente descrito, es necesario continuar con el proceso de normalización de la política monetaria y monitorear de cerca la reacción de los balances del sistema financiero.

3. Decisión de política

La Junta Directiva por unanimidad consideró apropiado incrementar la tasa de interés de intervención en 25 pb, y la situó en 4%. ●

*Minutas publicadas
en Bogotá D. C.,
el 4 de julio 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. Con cifras a mayo, la economía mundial continúa en su senda de recuperación. Los países avanzados consolidan su salida de la recesión, pero su ritmo de crecimiento es relativamente débil por lo que no alcanzan el nivel de actividad de 2008. Los emergentes, por su parte, experimentan una desaceleración. Sin embargo, cabe destacar que las cifras recientes sugieren una estabilización del crecimiento de la economía china.
2. Después de una contracción del PIB de los Estados Unidos en el primer trimestre de 2014, la información a mayo muestra que la actividad real se aceleró en el segundo trimestre. El crecimiento de las ventas al por menor fue positivo, tanto en términos anuales como mensuales, y los índices de sentimiento en los sectores de manufacturas y servicios se ubicaron en terreno expansivo. En relación con el mercado laboral, en mayo la tasa de desempleo se ubicó de nuevo en 6,3% y la creación neta de empleo fue superior a los 200.000 puestos de trabajo.
3. A pesar del buen desempeño de la economía estadounidense en el segundo trimestre, los analistas están reduciendo los pronósticos de crecimiento para todo 2014, como consecuencia del débil desempeño de comienzos de año.
4. En la zona del euro, la producción industrial creció en abril, en términos anuales y mensuales. En mayo, los índices de confianza empresarial y de los consumidores siguieron recuperándose, y los indicadores de sentimiento en los sectores de manufacturas y servicios permanecieron en terreno expansivo. Todo parece indicar que las economías de esa región se comportan de acuerdo con lo previsto por el mercado y por el equipo técnico del Banco.
5. En Japón el crecimiento del PIB se aceleró en el primer trimestre del año, debido al mayor dinamismo del consumo de los hogares y de la inversión. El aumento de los impuestos a partir de abril podría explicar la mayor expansión del consumo de los hogares, quienes habrían anticipado parte de sus gastos.
6. Por el lado de los emergentes, la expansión de la actividad industrial registrada para el mes de mayo en China, así como de las ventas al por menor y de las exportaciones, muestran que el crecimiento de esa economía comienza a estabilizarse. En contraste, Rusia registró una tímida expansión en el primer trimestre y se espera que su crecimiento sea apenas positivo en 2014. La crisis de Ucrania ha afectado el desempeño económico de los países en desarrollo tanto de Europa como de Asia Central.
7. En otras economías de Asia, el crecimiento de la producción durante el primer trimestre mostró señales favorables, aunque

- se ubicó en niveles inferiores a los observados en la última década. Por su parte, en América Latina la expansión anual del PIB se desaceleró en varios países, como resultado de los menores precios de algunos bienes básicos y del pobre desempeño de la economía estadounidense en el primer trimestre, entre otros.
8. En relación con los precios de los bienes básicos, en mayo y lo corrido de junio las cotizaciones del petróleo se mantuvieron por encima de la estimación del equipo técnico para el promedio de 2014 (US\$105 por barril para la referencia Brent, publicado en el *Informe sobre Inflación* de marzo de 2014). Por su parte, los precios del níquel siguieron aumentando, mientras que los del carbón y del café cayeron. En cuanto a los precios de los productos importados, los del trigo y del maíz se redujeron, mientras que los de la soya no presentaron grandes variaciones.
 9. Con excepción de Japón, donde el aumento de los impuestos en abril afectó las cifras del costo de vida, la inflación de las principales economías desarrolladas permaneció en niveles bajos, en especial en la zona del euro, donde la variación de precios siguió cayendo.
 10. En las economías emergentes la inflación continuó repuntando en algunos países de América Latina, mientras que en Asia se ha estabilizado.
 11. En términos de política monetaria, el anuncio más importante fue el del Banco Central Europeo, que redujo su tasa de intervención y estableció algunas medidas de estímulo monetario con el propósito de actuar contra la deflación. Por su parte, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) mantuvo su postura de normalización de la política monetaria.
 12. Los mercados financieros globales han presentado un desempeño favorable durante las últimas semanas. Los índices de actividad bursátil se valorizaron y la percepción de riesgo se redujo. En América Latina las primas de riesgo continuaron descendiendo, en tanto que las tasas de cambio respecto al dólar de las principales monedas han mostrado comportamientos disímiles. En los casos de Chile y Perú se ha observado cierta estabilidad, que contrasta con los altibajos que se observan en Brasil y la tendencia decreciente de Colombia. En este último caso como resultado de las entradas de capital relacionadas con los cambios en los portafolios de referencia de JP Morgan. No obstante, los síntomas de un mejor desempeño de la economía de los EE. UU. y su efecto sobre las expectativas de un ajuste de las tasas de interés de política en ese país, hacen que la tendencia futura de las tasas de cambio en la región sea particularmente incierta.
 13. En ese contexto, en abril las exportaciones totales en dólares registraron una disminución anual de 13,1%, debido a la caída de 13% en los principales productos de origen minero (petróleo y sus derivados, carbón, ferróníquel y oro), de 13,8% en los productos industriales, 2,4% en los principales bienes agrícolas (café, banano y flores) y 52,7% en el resto de productos.
 14. Dentro de las exportaciones mineras, los derivados del petróleo registraron en abril la mayor contracción anual (-38,7%), y en el caso de las agrícolas su comportamiento se explica por flores (-29%) y banano (-34,7%). La dinámica observada en los productos industriales se debe a las menores ventas de la mayoría de rubros, con excepción de alimentos y bebidas y manufacturas de metal, cuyas exportaciones crecieron 14,4% y 12%, respectivamente.

Se destacan las disminuciones en productos químicos (-10,2%) y minerales no metálicos (-32,9%); siendo para estos rubros los destinos de mayor contracción Brasil (-37%) y Ecuador (-19,6%).

15. En el acumulado enero-abril el valor de las exportaciones en dólares disminuyó 6,8% con respecto al mismo período del año anterior, debido a la caída de 7,8% en los principales productos mineros, de 8,2% en productos industriales y de 14,1% en el resto de productos. Por su parte, las ventas externas de los principales bienes agrícolas crecieron 9,1% en términos anuales, principalmente por café (15,6%) y banano

(18,2%). Las menores exportaciones industriales se explican en gran medida por las disminuciones observadas en vehículos (-49%), caucho y plástico (-20,7%) y textiles (-22,1%).

II. Demanda interna, crecimiento y crédito

16. El crecimiento del PIB fue 6,4% en términos anuales durante los primeros tres meses de 2014. Esta cifra se ubicó por encima del techo del rango de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 4,2% y 5,4%, con centro en 4,8%).
17. Adicionalmente, el DANE revisó al alza las estimaciones de crecimiento

para 2013. En dicho año el PIB habría crecido 4,7% y no 4,3%, como se había reportado. Todos los trimestres del año pasado fueron corregidos hacia arriba.

18. Para el primer trimestre de 2014, por el lado de la oferta se destacó la dinámica de los sectores de la construcción; de los servicios sociales, comunales y personales, y de la agricultura, con crecimientos de 17,2%, 6,3% y 6,1%, respectivamente (Cuadro 1). En el caso de la construcción, la mayor expansión se dio en obras civiles (24,8%), aunque el incremento de las edificaciones también fue significativo (7,9%).
19. Es importante resaltar que la industria registró un crecimiento positivo

Cuadro 1
Crecimiento anual del PIB por el lado de la oferta
(porcentaje)

Rama de actividad	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13	2013	mar-14
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	3,1	7,6	5,2	5,9	5,5	6,1
Explotación de minas y canteras	1,0	4,3	6,8	7,8	4,9	5,6
Industrias manufactureras	-4,8	1,1	-0,2	0,0	-1,0	3,3
Suministro de electricidad, gas y agua	4,4	5,9	4,0	5,3	4,9	3,1
Construcción	11,1	6,1	23,3	8,6	12,0	17,2
Edificaciones	11,1	11,9	29,9	-3,0	11,4	7,9
Obras civiles	11,3	1,9	18,8	20,6	12,7	24,8
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2,9	4,3	4,6	5,5	4,3	5,6
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	2,1	3,2	3,5	3,5	3,1	4,5
Establecimientos financieros [...]	3,8	4,6	6,0	5,7	5,0	6,0
Actividades de servicios sociales [...]	5,0	5,1	5,0	6,2	5,3	6,3
Subtotal valor agregado	2,7	4,3	5,6	5,2	4,5	6,3
Impuestos menos subvenciones	3,8	4,6	5,7	4,5	4,7	7,7
PRODUCTO INTERNO BRUTO	2,9	4,6	5,8	5,3	4,7	6,4
Producto interno bruto (publicación marzo 2014)	2,6	4,0	5,4	4,9	4,3	

Fuente: DANE.

- (3,3%), luego de dos años de tasas negativas. Este comportamiento se dio, en parte, por una mayor cantidad de días hábiles durante el primer trimestre frente al mismo período de 2013.
20. El PIB no transable se expandió a una tasa anual de 7,1%, mientras que el transable lo hizo en 5,4% durante los primeros tres meses del año. Si a este último se le descuenta la producción de la minería, el incremento sería de 5,3% anual.
 21. El DANE no ha publicado aún las cifras del PIB por el lado de la demanda; sin embargo, la información disponible sugiere que la aceleración de la actividad económica se habría explicado por el dinamismo de la demanda interna, y en especial por el componente de inversión (según lo muestra el crecimiento del sector de la construcción y los datos de importaciones de bienes de capital para la industria y para la agricultura).
 22. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre sugieren que la demanda interna, y en particular el consumo de los hogares, mantiene su dinámica, aunque también anticipan un menor crecimiento en varios sectores de la economía.
 23. La información de la Muestra mensual de comercio al por menor (MMCM), publicada por el DANE, muestra que las compras de los hogares se desaceleraron levemente en abril frente al registro de marzo, pero mantienen el crecimiento registrado para el promedio de los primeros tres meses del año (7,2% en abril frente a 8,3% en marzo y 7,2% en el primer trimestre). El promedio del bimestre marzo-abril, que corrige por el problema de días hábiles, creció en términos anuales 7,8%.
 24. De manera similar, la Encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República para el mes de abril, revela que las ventas esperadas por los encuestados habrían sido mayores que las registradas en el primer trimestre del año.
 25. Las cifras de ventas de vehículos publicadas por Fenalco y Econometría sugieren que el consumo durable habría registrado un comportamiento favorable durante el segundo trimestre. La tasa de crecimiento para el bimestre abril-mayo fue de 3,7%, lo que corresponde a cerca de 1.800 unidades vendidas más que en el mismo periodo de 2013.
 26. En mayo el índice de confianza del consumidor (ICC), publicado por Fedesarrollo, se incrementó con respecto a los niveles de los últimos meses y se ubicó por encima de los promedios del primer trimestre, así como de todo 2013 y del promedio desde 2001. Los componentes de condiciones económicas y de expectativas de mediano y largo plazo aumentaron frente a sus niveles de abril y marzo.
 27. Adicionalmente, la cartera de consumo se aceleró levemente en mayo por segundo mes consecutivo, pasando de crecer en términos anuales 11,3% en marzo, a 11,5% en abril, y a 11,8% en mayo. A lo anterior se suma que las tasas de interés reales muestran una tendencia decreciente desde hace unos meses por cuenta de los mayores registros de inflación y permanecen por debajo de sus promedios históricos (calculados desde el año 2000).
 28. Por otro lado, los indicadores del mercado laboral continúan sugiriendo mejoras en las condiciones de trabajo. El crecimiento del empleo se ha mantenido en tasas aceptables en los últimos meses, y está concentrado, principalmente, en el componente asalariado.
 29. Respecto a la inversión, el dato de abril de la EMEE sugiere una leve desaceleración de la formación bruta de capital fijo, distinta de la relacionada con construcción

- de edificaciones y de obras civiles.
30. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial cayó 2,2% anual en abril, menos de lo que esperaba el equipo técnico del Banco. A pesar de esto, el componente tendencial de la serie mantuvo una senda expansiva. Así, las tasas de crecimiento para el bimestre marzo-abril y para el año corrido fueron 3,2% y 2,6%, respectivamente.
 31. La producción de cemento se incrementó 15,9% en abril. La tendencia de la serie continúa mostrando una pendiente ascendente, por lo que se augura un buen comportamiento del sector de la construcción hacia el futuro. Los despachos también registraron incrementos por encima del 10%.
 32. En mayo la demanda de energía total y de la no regulada registró aumentos. En el primer caso lo hizo en un 4,8% (frente al 1,2% de abril), mientras que en el segundo la expansión fue de 0,5%, cifra mayor que el -3,3% registrado en abril para este renglón.
 33. La producción de petróleo cayó 6,8% en mayo en términos anuales. Este resultado se explica por los atentados a la infraestructura petrolera que se presentaron durante dicho mes, hechos

- que afectaron el bombeo de crudo a través de los oleoductos Caño-Limón Coveñas y Bicentenario.
34. Según la información de la Federación Nacional de Cafeteros, la producción de café se incrementó un 12,1% en mayo frente al mismo mes de 2013. Esta cifra supone una recuperación con respecto a los niveles de los últimos meses.
 35. La información anterior sugiere que el PIB podría crecer en 2014 a un ritmo mayor que el previsto en informes anteriores. Cabe recordar que el intervalo de pronóstico del equipo técnico para el crecimiento presentado en el informe trimestral anterior está entre 3% y 5%, con 4,3% como cifra más probable.

III. Comportamiento de la inflación

36. La inflación anual al consumidor se incrementó de nuevo en mayo, situándose en 2,93%, esto es 21 puntos base (pb) más que lo registrado el mes anterior (Cuadro 2). El dato, que en términos de variación mensual ascendió a 0,48%, fue superior a lo esperado por el mercado y por el equipo técnico del Banco de la República. Las principales presiones alcistas se originaron en alimentos y en el grupo
- de diversión, cultura y esparcimiento.
37. La inflación básica también subió en esta oportunidad. El promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco cerró en 2,87%, 12 pb por encima del registro del mes anterior. Tres de los indicadores aumentaron, siendo el núcleo 20 el que exhibió el nivel más alto (3,1%) y por encima de 3,0% por primera vez desde hace 17 meses. La inflación sin alimentos ni regulados, por su parte, se situó muy cerca del punto medio del rango meta. Solo el IPC sin alimentos disminuyó de 2,9% en abril a 2,8% en mayo.
38. La disminución de la inflación anual sin alimentos se concentró en el IPC de regulados, pues los otros dos grandes componentes, transables y no transables, presentaron una aceleración. Dentro de los regulados, dicho comportamiento se debió a descensos mensuales en las tarifas de gas domiciliario, del transporte intermunicipal y, en menor medida, de la energía, los cuales pueden considerarse como hechos puntuales.
39. La variación anual del IPC de no transables aumentó 17 pb (a 3,7%) luego de los descensos de los dos meses anteriores. El grueso de este

Cuadro 2
Comportamiento de la inflación a mayo de 2014

Descripción	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14	abr-14	may-14	Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la aceleración del año corrido
Total	2,16	2,27	1,94	2,51	2,72	2,93	100,00	100,00
Sin alimentos	2,48	2,36	2,36	2,62	2,85	2,76	-29,83	29,03
Transables	1,10	1,34	1,40	1,65	1,83	1,95	13,85	13,00
No transables	3,78	3,70	3,76	3,55	3,51	3,68	25,02	-1,64
Regulados	1,98	1,24	1,05	2,21	3,05	2,14	-68,71	17,67
Alimentos	1,34	2,05	0,86	2,23	2,39	3,35	129,83	70,97
Perecederos	2,44	5,94	-0,16	3,17	6,89	10,97	75,71	43,59
Procesados	-0,11	0,18	-0,24	0,92	0,51	1,23	53,20	23,02
Comidas fuera del hogar	3,51	3,74	3,26	4,13	3,73	3,75	0,91	4,37
Indicadores de Inflación básica								
Sin alimentos	2,48	2,36	2,36	2,62	2,85	2,76		
Núcleo 20	2,83	2,79	2,72	2,86	2,80	3,14		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. públ.	2,14	2,19	2,19	2,53	2,54	2,63		
Inflación sin alimentos ni regulados	2,63	2,69	2,74	2,74	2,80	2,95		
Promedio primeros 4 indicadores	2,52	2,51	2,51	2,69	2,75	2,87		

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

incremento se concentró en el grupo de diversión, cultura y esparcimiento y, en particular, en el rubro asociado con boletas de fútbol. Estas alzas suelen coincidir con las finales del torneo nacional, que en esta oportunidad se adelantó de junio a mayo. Teniendo en cuenta lo que ha sucedido en el pasado, dichos aumentos podrían revertirse en un gran porcentaje en los meses siguientes.

40. En relación con el IPC de arriendos, se presentó

una variación anual de 3,4%, reduciéndose 9 pb frente al registro de abril. Este indicador, que muestra una tendencia descendente con algunas interrupciones desde hace 20 meses, representa el 18,6% de la canasta del IPC total y corresponde al 60% del grupo de no transables sin alimentos ni regulados.

41. Para el grupo de transables sin alimentos ni regulados, la variación anual del IPC se aceleró nuevamente en mayo y cerró cerca al 2,0%, un

nivel que sigue siendo el más bajo comparado con el resto de principales componentes del IPC. La depreciación acumulada hasta marzo de 2014 se habría seguido transmitiendo a los precios al consumidor, a pesar de que en los últimos tres meses el peso ha tendido a fortalecerse. Cabe señalar que, de acuerdo con los modelos del Banco de la República, la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios al consumidor tarda entre uno y dos

- trimestres; esto en ausencia de otras presiones. En el último mes continuaron observándose aumentos en el nivel de precios de vehículos, bebidas alcohólicas, algunos artículos de aseo para el hogar y algunas medicinas, entre otros.
42. Respecto al IPC de alimentos, en mayo su variación anual se situó en 3,4%, aumentando 100 pb frente a abril y por encima de lo esperado por el equipo técnico del Banco. Esta es la mayor aceleración entre un mes y otro para dicho indicador desde septiembre de 2011. En esta oportunidad se observaron aumentos en una amplia gama de productos, liderados por los alimentos perecederos de origen agrícola, cuya variación anual se aceleró en más de 300 pb, acentuando la tendencia alcista que se inició a finales del cuarto trimestre del año pasado. Parte de estos incrementos responderían al ciclo normal de la oferta de estos productos y serían una respuesta a los bajos precios relativos observados en la segunda mitad del año pasado.
43. Otros alimentos que también aumentaron de precio en el último mes fueron las carnes, los huevos y los lácteos. En el caso de los alimentos de origen importado (aceites y cereales, excepto arroz) las alzas siguieron siendo muy moderadas. El IPC de las comidas fuera del hogar tuvo una variación anual cercana a 3,8%, similar a la del mes anterior.
44. De acuerdo con la encuesta mensual realizada por el Banco de la República a los analistas del mercado en la primera semana de junio, las expectativas de inflación a finales de 2014 y a doce meses continuaron aumentando. En esta oportunidad, los valores respectivos fueron de 3,4% y 3,2%. Desde abril se observan valores superiores al punto medio del rango meta. Las expectativas derivadas de la curva de rendimientos de los TES también aumentaron, pero en menor medida.
45. Los costos no laborales habrían presentado pocas variaciones debido al comportamiento del IPP. La variación anual de este índice en mayo fue de 3,1%, menor que la observada un mes atrás (3,4%), con una variación mensual negativa (-13 pb). En buena parte, dicha reducción se explica por el comportamiento del IPP importado, asociado con la apreciación del peso de los últimos tres meses. La transmisión del tipo de cambio a los precios al por mayor es más alta y se da con menor rezago que en el caso del IPC. Adicionalmente, el IPP producido y consumido localmente también presentó un descenso en su variación anual que se explicó por el componente agropecuario (con y sin café), algo que contrasta con el comportamiento del IPC de alimentos.
46. Con la información disponible, los costos laborales tampoco señalan presiones importantes al alza sobre la inflación en lo corrido del año. En el caso de los salarios de la construcción, con cifras a mayo, estos se ajustaban a una tasa anual de alrededor de 4,0%. Para la industria y el comercio con datos a abril, el ritmo de ajuste fue menor, una vez se corrige por días hábiles. Debe tenerse en cuenta que la reducción de la contribución a salud a cargo del empleador (por 8,5%), que se empezó a implementar a partir de este año, puede amortiguar en parte el efecto de las alzas de los costos salariales, por lo menos durante 2014.

◆ Comunicados de prensa

Nombramiento de gerentes en dos agencias culturales y una sucursal

3 de junio de 2014

La Junta Directiva del Banco de la República designó a los doctores Olga Lucía Serrano Ortiz como gerente de la sucursal de Cúcuta, Sandra María Rúa Cardona como gerente de la Agencia Cultural de Pereira, y Carlos Augusto Jaramillo Parra como gerente de la Agencia Cultural de Manizales. La selección de estos nuevos gerentes se hizo después de un riguroso proceso de selección, en el cual participaron candidatos internos y externos.

Olga Lucía Serrano Ortiz, actual gerente de la Agencia Cultural de Pereira del Banco de la República, es abogada por la Universidad del Rosario con especialización en Derecho Ambiental de la misma Universidad. La doctora Serrano cuenta con una amplia experiencia en gestión administrativa y cultural, en diversos cargos de Dirección y Gerencia. Se ha desempeñado como asistente de la Subgerencia Administrativa, directora de la Unidad de Control Disciplinario, directora de la Unidad de contratos, gerente de la Sucursal de Manizales, entre otros.

Sandra María Rúa Cardona, actual gerente de la Agencia Cultural de Popayán, es profesional en Idiomas de la Universidad de Antioquia con un máster en Promoción de Lectura por la Universidad Alcalá de Henares. La doctora Rúa cuenta con experiencia en la coordinación y gestión de aspectos administrativos y culturales. Se ha desempeñado como coordinadora de la Biblioteca y promotora de Lectura de Comfenalco Antioquia y ha sido docente en diferentes instituciones educativas, entre otros cargos desempeñados.

Carlos Augusto Jaramillo Parra, profesional en Filosofía y Letras por la Universidad de Caldas, con especialización en Gerencia Estratégica de Proyec-

tos de la Universidad Nacional de Colombia, sede Manizales. El doctor Jaramillo cuenta con una sólida experiencia como periodista, editor, gestor y coordinador cultural en diferentes instituciones de Caldas, desarrollando actividades relacionadas con: acompañamiento editorial para diferentes medios impresos, producción de contenidos periodísticos de carácter cultural, creación de colecciones para la promoción de lectura, mejoramiento de los procesos y gestión de colecciones de la biblioteca de la Universidad de Caldas. Se ha desempeñado como director de bibliotecas y director editorial de la Universidad de Caldas, editor del periódico *Luminia* y coordinador de casas de la cultura de Manizales, entre otros cargos.

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

9 de junio de 2014

El Banco de la República informa que en el mes de mayo de 2014 realizó compras de divisas en el mercado cambiario a través del mecanismo de subasta de compra directa por US\$380,1 millones. En lo corrido del año, el Banco ha realizado compras de divisas por US\$1.258 millones.

Durante el mismo mes, el Banco efectuó ventas definitivas de TES B por \$1.236,1 miles de millones de pesos. Al finalizar mayo, el saldo de dichos títulos en su poder ascendió a \$3,5 miles de millones de pesos.

Banco de la República moderniza el Sistema de Pagos de Alto Valor CUD – Sistema de Cuentas de Depósito

10 de junio de 2014

El Banco de la República puso en producción el 9 de junio de 2014 un nuevo Sistema de Pagos de Alto Valor para reemplazar la infraestructura tecnológica del Sistema de Cuentas de Depósito – CUD. A través de este sistema se liquidan contra las cuentas de depósito en el Banco de la República de las entidades participantes, órdenes de transferencia de fondos provenientes de los propios cuenta depositantes, de las infraestructuras que soportan el cumplimiento de las operaciones de los mercados interbancario, de valores de deuda pública y privada, de derivados y de divisas, y de los sistemas de pago de bajo valor que compensan los pagos electrónicos a través de las ACHS, los pagos con cheque y los pagos con tarjetas débito y crédito. Es un sistema que liquida las órdenes recibidas en tiempo real y en forma bruta (operación por operación) y que incorpora un eficiente mecanismo centralizado de cola de operaciones pendientes por liquidar con manejo de prioridades y algoritmos de optimización de los recursos disponibles.

El Sistema de Cuentas de Depósito opera desde 1991, siendo la actual, la tercera plataforma tecnológica que soporta sus servicios con toda una serie de funcionalidades desarrolladas progresivamente para garantizar la debida ejecución de la Política Monetaria del Banco de la República y para facilitar una segura y efectiva liquidación de las operaciones compensadas en los mercados financieros del país. El CUD está catalogado como el único Sistema de Pagos de Alto Valor que opera actualmente en Colombia, en razón a que liquida en sus transacciones la totalidad de las infraestructuras del mercado financiero, con

operaciones que en el 2013 alcanzaron un promedio diario de \$34,5 billones. Esta alta cuantía de operaciones liquidadas hace que el CUD sea un sistema de pagos sistémicamente importante.

El CUD continuará ofreciendo los servicios desarrollados en el anterior sistema y, además, brindará nuevas funcionalidades y facilidades asociadas al uso de tecnologías de punta en materia de conectividad y seguridad, tales como:

- Firma electrónica de las operaciones en línea como complemento a los mecanismos vigentes de seguridad para el acceso, autenticación y segregación de funciones para la captura y aprobación de las órdenes de transferencia.
- Nuevo mecanismo de interconexión punto a punto vía servicios web para transferencias de fondos y consultas de saldos.
- Transferencias múltiples por pantalla, esto es, una operación débito vs. varias crédito.
- Envío de órdenes de transferencia con fecha valor futura.
- En el segundo semestre de 2014, funcionalidad para el intercambio de archivos en formato XML ISO20022 de servidor a servidor, esto es, sin intervención humana.
- Interfaz gráfica amigable que facilita la interacción a los usuarios y administradores del sistema, manteniendo consultas en línea sobre saldos y movimientos.

La Junta Directiva del Banco de la República modifica el formato de las minutas

13 de junio de 2014

La Junta Directiva ha modificado el formato de las minutas y ampliado su contenido, con el

fin de mejorar la transparencia sobre su visión de la economía y la postura de política monetaria. La Junta está convencida de que la transparencia de la institución facilita y contribuye a reforzar el apoyo del público a la independencia del banco y su credibilidad, al tiempo que mejora la respuesta de los mercados a las acciones de política monetaria.

La primera sección de las nuevas minutas comprende una síntesis de la visión del equipo técnico del Banco sobre la situación macroeconómica del país. Adicionalmente, incluye un documento completo con la 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. Asimismo, estará adjunto el anexo estadístico que se ha publicado en el pasado.

En la segunda sección se presenta una síntesis de los principales argumentos expuestos por los miembros de la Junta Directiva en la definición de su postura de política monetaria. Esta sección expone las visiones de los miembros de la Junta sobre las sendas futuras de la inflación y el producto, y sus posibles desviaciones de la meta de inflación y del producto potencial, respectivamente. En ocasiones, esto puede revelar la inclinación de política futura de la institución. Adicionalmente, como ha sido usual en los comunicados entregados al terminar cada sesión de Junta, podrá haber mención a visiones de los miembros de la Junta sobre la evolución reciente de variables crediticias, monetarias o de precios de activos.

En esta minuta se presentan las dos secciones aquí descritas con los respectivos anexos. También se anexa el *Informe sobre Inflación* del primer trimestre del año y el respectivo anexo estadístico.

Banco de la República aumenta en 25 puntos básicos tasa de interés de intervención y amplía el programa de compra de divisas

20 de junio de 2014

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión de hoy decidió incrementar la tasa de interés de intervención en 25 pb, y la situó en 4%. Para esta decisión, la Junta tomó en consideración los siguientes aspectos:

- La inflación anual al consumidor en mayo estuvo por encima de lo esperado y ha convergido más rápido de lo previsto al 3%. Por su parte, las expectativas de inflación a un año de los analistas económicos aumentaron con relación al mes anterior y lo mismo sucedió con las implícitas en los papeles de deuda pública.
- El crecimiento de la economía en el primer trimestre (6,4%) fue significativamente superior a lo esperado y se aceleró respecto al trimestre anterior. Además, el crecimiento del PIB de 2013 se revisó al alza. Aunque aún no se conocen las cifras por el lado de la demanda, la información disponible sugiere un alto dinamismo de la demanda interna, sobre todo en su componente de inversión. Con esta nueva información aumenta la probabilidad de que la economía se encuentre cerca al uso pleno de su capacidad productiva en 2014. Al mismo tiempo, la tasa de desempleo desestacionalizada mantiene su tendencia descendente.
- En la medida en que la inflación ha convergido al 3%, las diferentes tasas de interés reales han descendido. En mayo el crédito total continuó acelerándose, impulsado por el comportamiento del crédito co-

mercial e hipotecario. El crédito de consumo dejó de desacelerarse.

- La actividad económica en los EE. UU. se está recuperando de la caída en el primer trimestre. En la zona euro, la recuperación habría continuado en el segundo trimestre de manera lenta según lo previsto. En los países emergentes de Asia el crecimiento se está estabilizando en tasas favorables, mientras que en América Latina el crecimiento de varias de las principales economías continúa desacelerándose.
- Las expectativas sobre un ajuste gradual de la liquidez en los Estados Unidos se mantienen. En Europa, el BCE redujo su tasa de intervención y adoptó medidas adicionales de estímulo monetario. Se espera que la postura monetaria expansiva persista por un período prolongado. Las tasas de interés externas se mantienen en niveles bajos aunque superiores al promedio observado en 2013.

En este último mes aumentaron los riesgos al alza que pesan sobre la inflación. El mayor crecimiento en el primer trimestre frente a lo pronosticado, su aceleración frente al año pasado y la revisión de las cifras para 2013, podría llevar al surgimiento de presiones inflacionarias más rápido que lo previsto.

En las circunstancias descritas, la Junta considera que la estabilidad macroeconómica y la actual convergencia de la inflación a la meta de largo plazo son compatibles con un aumento adicional de la tasa de interés de intervención del Banco de la República. Considera además que el ajuste gradual de la postura expansiva de la política monetaria reduce la necesidad de cambios bruscos en el futuro y asegura la estabilidad macroeconómica. Teniendo en cuenta lo anterior y los rezagos con que las acciones de política monetaria afectan la inflación y el crecimiento, la Junta aumentó en 25 puntos básicos la tasa de interés de intervención.

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.

La Junta Directiva del Banco de la República decidió incrementar el monto de compras de reservas internacionales durante el tercer trimestre del año y acumulará hasta US\$ 2.000 millones entre los meses de julio y septiembre.

El Banco de la República actualiza la metodología de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de Colombia, conforme al *Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional del FMI*, sexta edición¹

13 de junio de 2014

A partir del primer trimestre de 2014 y con estadísticas trimestrales homologadas desde el año 2000, el área de Sector Externo del Departamento Técnico y de Información Económica del Banco de la República presenta los resultados de la Balanza de Pagos (BP) y de la Posición de Inversión Internacional (PII) bajo el estándar metodológico de la versión sexta del *Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional* del Fondo Monetario Internacional, MBP6-FMI.

La adopción del MBP6-FMI, la actualización de la metodología de cálculo y la revisión de la estadística de BP y PII no generó

modificaciones importantes en los resultados globales de las cuentas corriente y financiera de la BP de Colombia.

Los cambios efectuados en las estadísticas obedecen a dos criterios:

- Cambios de presentación por reclasificación o redenominación de las cuentas, de acuerdo con el nuevo estándar de medición.
- Revisión de las estimaciones por mejoras metodológicas y/o de acceso a fuentes de información.
- Las modificaciones más importantes por estos dos criterios fueron:

a. Cuenta corriente:

Redenominación de algunas cuentas

Se modifica el nombre de las cuentas de Renta Factorial y Transferencias Corrientes, las que bajo el MBP6 adquieren los nombres de Ingreso Primario e Ingreso Secundario, siguiendo el estándar del Sistema de Cuentas Nacionales.

Cambios en los niveles de desagregación de las cuentas de bienes y de servicios y estimación y reclasificación de los Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente (Sifmi)

La cuenta de bienes se presenta en forma agregada en un total de comercio general tanto para las ventas externas de bienes como para las compras. El comercio exterior de servicios desagrega las exportaciones e importaciones en forma más detallada (12 subcuentas frente a 11 de la versión anterior) e incluye la estimación del SIFMI², anteriormente clasificado como parte de los intereses pagados o recibidos por préstamos y depósitos con la

² El SIFMI constituye la remuneración indirecta obtenida por las instituciones financieras en las operaciones de depósitos y préstamos que realizan con sus clientes. El SIFMI se calcula a partir de la diferencia entre la tasa de interés de fondeo y tasa de colocación de los recursos, descontando el costo puro del capital.

¹ Ver página de internet del FMI : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bop6comp.htm>

banca comercial en la cuenta de renta factorial (ahora Ingreso Primario). Como resultado de esta reclasificación del SIFMI, el déficit de la cuenta del Ingreso Primario se reduce mientras que aumenta el de la cuenta de servicios.

La cuenta de Ingreso Primario, antes denominada renta de los factores, presenta una mayor desagregación acorde con la estructura de los flujos de inversión directa: Inversión de Cartera y Otra Inversión (préstamos y otros).

b. Cuenta financiera

En la cuenta financiera los cambios metodológicos enfatizan el análisis de los resultados de la BP en el contexto de la PII, la cual se centra en la medición de los saldos de activos y pasivos financieros externos de una economía.

La desagregación de los flujos financieros en activos y pasivos, contribuye al análisis de las fuentes de financiación del gasto corriente del país (aumento de pasivos y/o disminución de activos externos) y de sus instrumentos de financiación, en particular los vinculados con inversiones directas y deuda externa.

Cambio de signo de la cuenta financiera

La cuenta financiera se presenta con el mismo signo de la cuenta corriente y se calcula como la diferencia entre los flujos activos y pasivos. Si la cuenta corriente es deficitaria, la cuenta financiera es negativa, indicando que la economía colombiana debe acudir a financiación externa (pasivos) y/o liquidar sus activos externos para financiar su exceso de gasto corriente. Por el contrario, si la cuenta corriente es positiva (superávit), la cuenta financiera también presenta un signo positivo, indicando que existe capacidad de préstamo de recursos financieros del país al resto del mundo.

Inclusión de la variación de los activos de reserva en la cuenta financiera

En el contexto internacional, la presentación estandarizada de la BP incluye la variación de

los activos de reservas internacionales como un componente de la cuenta financiera. Su interpretación analítica bajo esta presentación no varía, y una acumulación de reservas refleja una financiación externa superior a las necesidades de la economía (déficit en cuenta corriente) o, en caso contrario, una financiación insuficiente. Bajo esta presentación, la suma de la cuenta corriente más la cuenta financiera y los errores y omisiones debe ser cero. En la presentación anterior que el Banco de la República divulgaba en su sitio Internet, la variación de las reservas internacionales se excluía de la cuenta financiera.

Mayor desagregación de los componentes principales de los flujos de inversión directa (ID)

Bajo la nueva versión de la BP es posible identificar todas las modalidades bajo las cuales tienen lugar los flujos de ID: participaciones de capital, instrumentos de deuda y reinversión de utilidades. Lo anterior implicó en el marco de la BP la reclasificación de préstamos activos y pasivos al rubro de inversión directa activa y pasiva.

Revisión de la serie de los rubros de viajes, utilidades de empresas con inversión directa y flujos de inversiones directas

Viajes y utilidades

La metodología de estimación y las fuentes de información empleadas para el cálculo de las exportaciones e importaciones por servicios de viajes fueron revisadas y actualizadas. También se modificó, para el caso del sector petrolero, la estimación de los egresos por utilidades y su desagregación entre utilidades distribuidas y reinvertidas. Estas modificaciones arrojaron en conjunto menores egresos netos entre el año 2000 y el año 2007, período en el cual el déficit en cuenta corriente del país en términos del PIB se redujo 0,1% en promedio anual. A partir de dicho año aumentan los egresos netos y por tanto se registra un

aumento de similar magnitud del déficit corriente.

Flujos de inversiones directas

Los flujos de ID pasiva registran algunos cambios de bajo valor como resultado del efecto combinado de la reclasificación previamente descrita de los préstamos entre empresas con ID a la cuenta de ID, y de mayores flujos estimados de ID debido a la revisión del valor de las utilidades y de su recomposición en favor de las utilidades reinvertidas. Por su parte, los flujos de ID activa cambian solamente como resultado de la reclasificación de los préstamos entre empresas con ID.

Para un mayor detalle tanto de la metodología de estimación como de las fuentes de estimación empleadas en la construcción de

la BP y la PII por parte del área de Sector Externo del Banco de la República se recomienda leer los siguientes documentos publicados en nuestra página electrónica, en la dirección <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

- Balanza de Pagos de Colombia: Metodología y fuentes de información para el cálculo de las estadísticas de Balanza de Pagos según *Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional*, Fondo Monetario Internacional, sexta edición.
- Principales resultados de la actualización metodológica y revisión estadística de la Balanza de Pagos de Colombia según el *Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional* del FMI, sexta edición.