



# REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

## DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL PRIMER SEMESTRE DE 2014 Y PERSPECTIVAS\*

En el contexto del esquema de inflación objetivo bajo el cual opera la política monetaria en Colombia, las decisiones de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) sobre el manejo de la tasa de interés, como principal instrumento de política, requieren un detallado análisis de la situación actual y futura de la economía mundial y nacional, con énfasis en el comportamiento y los pronósticos de variables macroeconómicas claves como la inflación y la actividad económica. Todo ello con el propósito de mantener la inflación en la meta del 3% y asegurar un crecimiento sostenible de la economía compatible con su capacidad potencial.

Con base en ese análisis, la autoridad monetaria mantuvo inalterada la tasa de interés de política en un nivel de 3,25% por espacio de trece meses (desde marzo de 2013 a marzo de 2014). Esa postura de política se

basaba en un diagnóstico en el cual no se identificaban presiones inflacionarias y en el que el crecimiento de la economía se mantenía por debajo de su capacidad potencial, con lo cual era posible ofrecerle un estímulo mediante una baja tasa de interés de política, que en términos reales se ubicaba por debajo de 1%.

Los resultados de la economía para 2013 fueron coherentes con los objetivos mencionados. El producto interno bruto (PIB) creció 4,7% anual, tasa cercana al crecimiento estimado del PIB potencial, y la inflación fue de 1,94%, ligeramente por debajo del límite inferior del rango meta (2%). El desvío de la inflación obedeció, en parte, al efecto de las favorables condiciones climáticas sobre los precios de los alimentos y a reducciones en los precios de los regulados, lo que tiene un impacto transitorio en la inflación. De hecho, la inflación sin alimentos ni regulados se situó en 2,74% al finalizar 2013, tasa próxima a la meta del 3%.

Durante el primer semestre de 2014 diversos indicadores macroeconómicos sobre el desempeño de la economía fueron señalando la conveniencia de iniciar una reducción del estímulo monetario. Estos mostraban que la actividad económica crecía a un buen ritmo, lo que significaba que los excesos de capacidad que existían en 2013 estaban disminuyendo. Asimismo, la

\* Esta edición de *Reportes del Emisor* es una parte del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de julio de 2014, pp. 13-24.

Bogotá, D.C.,  
septiembre de 2014 - núm. 184

Editora:  
Gloria Alonso Másmela  
ISSN: 01240625



*Reportes del Emisor* es una publicación del Departamento de Comunicación y Educación Económica y Financiera del Banco de la República. Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

*Reportes del Emisor* puede consultarse en la página electrónica del Banco de la República.  
<http://www.banrep.gov.co/publicaciones-buscador/2457>

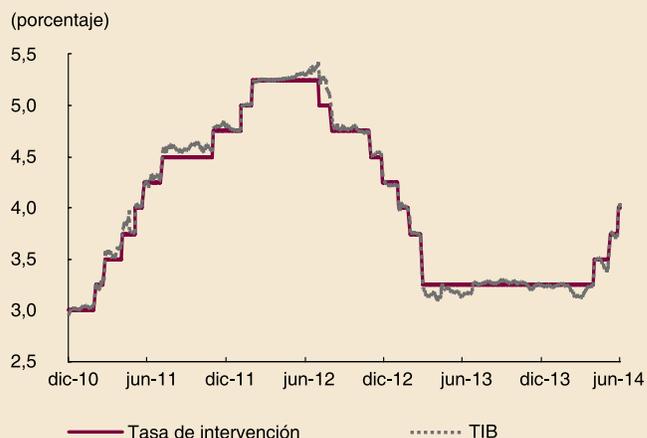
Diseño y diagramación:  
Banco de la República.

tasa de desempleo continuaba descendiendo principalmente como resultado de la creación de puestos de trabajo asalariado, lo que a su vez aumentaba la confianza de los consumidores e impulsaba el consumo de los hogares. De manera coherente con lo anterior, hacia finales de marzo el crecimiento del crédito bancario comenzaba a repuntar.

En este contexto la inflación al consumidor empezó a moverse en una senda convergente hacia el 3%, de forma un poco más rápida que la esperada. Fue así como al concluir el mes de marzo se reportó una tasa de inflación de 2,51%, con lo cual el índice de precios al consumidor (IPC) acumulaba un aumento de 1,52% en el primer trimestre, superior al registrado en el mismo período de 2013 (0,95%). Las presiones alcistas se concentraron principalmente en los alimentos y los regulados, cuyos precios comenzaban a normalizarse luego de los bajos niveles registrados en 2013. También, se observó un ligero aumento en la canasta de transables, relacionado con la depreciación acumulada del tipo de cambio durante este período. El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco de la República se situó en marzo en 2,69%, 19 puntos básicos (pb) más que el de finales de 2013; esta aceleración en la inflación básica podría ser producto de una demanda agregada más dinámica. En concordancia con este comportamiento, las expectativas de inflación para 2014 poco a poco fueron revisadas al alza, ubicándose alrededor del 3%. Como resultado de la tendencia creciente de la inflación y de la revisión al alza de sus expectativas, las tasas de interés reales descendieron hasta niveles históricamente bajos.

Al evaluar esta información y teniendo en cuenta los rezagos con que las acciones de política monetaria afectan la inflación y el crecimiento, la JDBR consideró prudente iniciar una progresiva reducción del estímulo monetario. Por tanto, en su reunión del 25 de abril de 2014 decidió aumentar en 25 pb la tasa de interés de intervención. Este primer incremento fue seguido por dos aumentos consecutivos de 25 pb en las sesiones de la Junta Directiva de mayo y junio. De esta manera, la tasa de política pasó de un nivel de 3,25% en marzo a uno de 4% en junio, con lo cual la política monetaria se fue encaminando hacia una postura menos expansiva (Gráfico 1). En sus comunicados, la

**Gráfico 1**  
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB)<sup>a/</sup>



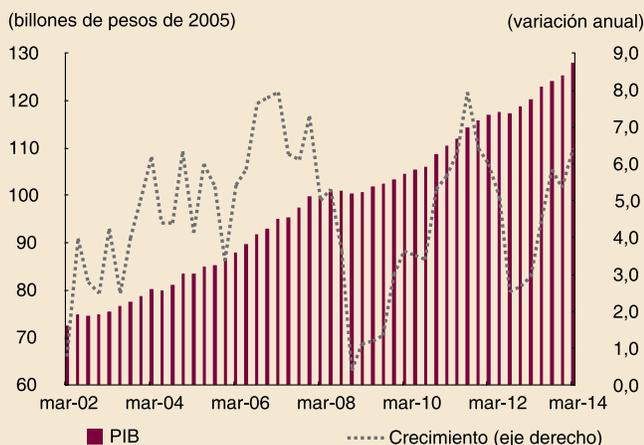
a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 27 de junio de 2014.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Junta subrayó que un ajuste gradual y oportuno de la tasa de política como el que se estaba llevando a cabo reducía la necesidad de ajustes bruscos en el futuro y aseguraba la estabilidad macroeconómica.

Al momento de realizar los dos primeros incrementos de la tasa de política, en abril y mayo, aún no se conocía el crecimiento de la economía durante el primer trimestre. Esta información solo estuvo disponible a mediados de junio, cuando el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) informó que para el primer trimestre el PIB había crecido 6,4% (Gráfico 2). Visto en retrospectiva, esto muestra que la decisión de iniciar un ajuste progresivo de la política monetaria hacia una postura menos expansiva a partir del mes de abril fue acertada. Este episodio ilustra las dificultades y riesgos de las decisiones de política monetaria, que deben tomarse con información incompleta sobre el estado de la economía y con base en pronósticos sujetos a incertidumbre, lo cual requiere utilizar información cualitativa. No obstante, la alternativa de esperar a contar con toda la información no sería la adecuada, pues las decisiones se tomarían demasiado tarde, dados los rezagos con los que actúa la política monetaria. El papel contracíclico de esta se debilitaría, la economía sería mucho más volátil, y el cumplimiento de la meta de inflación se tornaría incierto.

**Gráfico 2**  
Producto interno bruto  
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el transcurso del primer semestre de 2014 la inflación anual al consumidor tendió a converger al punto medio del rango meta (3,0%) a una velocidad más rápida que la prevista por los analistas del mercado y por el equipo técnico del Banco de la República. Algo similar sucedió con la inflación básica, la cual también aumentó en lo corrido del año, aproximándose al 3,0% (Gráfico 3).

Durante los tres primeros meses del año el peso colombiano, al igual que otras monedas en América Latina, mostró una tendencia a la depreciación, asociada con una mayor percepción de riesgo internacional ante la publicación de datos económicos negativos en China, las tensiones geopolíticas en Ucrania y el progresivo desmonte del programa de relajamiento cuantitativo en los Estados Unidos. A medida que los mercados asimilaban esta información y se dispararon los temores sobre posibles sorpresas, se reactivó el apetito de los inversionistas extranjeros por activos de mayor riesgo. Con ello resurgieron las presiones de apreciación de las monedas de la región. No obstante, en el caso del peso colombiano esta se ha dado con más fuerza como resultado del anuncio de JP Morgan del 19 de marzo de incrementar la ponderación de la deuda colombiana denominada en pesos en dos de los índices de bonos más importantes de los mercados emergentes. Esto aumentó los

**Gráfico 3**  
Inflación total al consumidor e inflación básica



a/ Promedio de la inflación sin alimentos; núcleo 20; sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos, y sin alimentos ni regulados.  
Fuentes: DANE y Banco de la República.

reintegros de divisas al país y generó expectativas de mayores entradas de capitales en los meses siguientes. Adicionalmente, la publicación de datos positivos de empleo y crecimiento superiores a los de otras economías emergentes contribuyeron a fortalecer la demanda por el peso colombiano.

En este contexto, el Banco de la República continuó con el programa de compra de dólares en el mercado cambiario. En la sesión de marzo de 2014 la JDBR decidió seguir acumulando reservas internacionales, al anunciar compras entre abril y junio hasta por US\$1.000 millones (m). Posteriormente, en la sesión de junio decidió incrementar el monto del programa de compras de reservas internacionales durante el tercer trimestre del año para acumular hasta US\$2.000 m entre julio y septiembre.

De esta forma, al cierre de junio las reservas internacionales brutas alcanzaron un saldo de US\$45.507,7 m (Gráfico 4), lo que permitiría cubrir holgadamente las amortizaciones de deuda y el déficit de la cuenta corriente, en un escenario extremo donde se cerrara por completo el acceso al financiamiento internacional. Asimismo, las reservas internacionales permitirían financiar 9,8 meses de importaciones de bienes, dando un margen apreciable de seguridad ante un cambio abrupto de la balanza comercial. Las reservas internacionales representan el equivalente a 23%

del agregado monetario amplio M3, lo que significa una alta capacidad de respuesta de la economía ante salidas de capital provocadas por un ataque especulativo. Estos indicadores son similares o superiores a los de otros países latinoamericanos, a excepción de Perú, que por su condición de economía semidolarizada contabiliza dentro de sus reservas internacionales los depósitos en dólares en los bancos.

En el caso colombiano la protección que ofrecen las reservas internacionales a las vulnerabilidades externas se complementa con el acceso a la línea de crédito flexible del Fondo Monetario Internacional, por un valor aproximado de US\$5,98 mil millones (mm).

### Perspectivas de la actividad económica para el resto de 2014

Debido a los buenos resultados del primer trimestre, el equipo técnico del Banco de la República revisó al alza los pronósticos de crecimiento para 2014. Para el año completo se proyecta una expansión del producto entre 4,2% y 5,8%, con 5,0% como valor más probable. Antes de conocerse las cifras del primer trimestre, las proyecciones del PIB para el año completo por parte del Banco estaban alrededor de 4,3%.

Dado el débil entorno internacional que se prevé para lo que resta del año, matizado posiblemente por un mejor desempeño de la economía de los Estados Unidos, el crecimiento de la economía colombiana dependerá en especial del dinamismo de la demanda interna, tal como ocurrió en el primer trimestre del año.

Al respecto, la información reciente sugiere que la expansión de la demanda interna podría continuar en el corto y mediano plazos. En efecto, los indicadores coyunturales del comercio minorista y de las expectativas de los consumidores revelan que el gasto de las familias habría continuado mostrando un dinamismo

Gráfico 4  
Reservas internacionales brutas



Fuente: Banco de la República.

notable. De igual forma, se siguen observando mejoras en las condiciones laborales y los ingresos familiares. Las proyecciones para este año (y para 2015) dependen también del comportamiento de la formación bruta de capital, en particular en lo relacionado con la construcción de edificaciones y de obras civiles, donde será crucial la ejecución de los programas de vivienda social que adelanta el Gobierno, al igual que el avance en los distintos proyectos de infraestructura.

Por el lado de la oferta, podría mantenerse un patrón similar al observado durante el primer trimestre del año, en el cual la construcción y los servicios sociales, personales y comunales alcanzaron el mayor dinamismo. Para otros sectores, como el comercio, los servicios financieros y los impuestos, también se proyectan tasas de expansión significativas. La minería crecerá a una tasa similar a la de 2013, en tanto que para la industria se espera una tasa positiva, luego de dos años consecutivos de contracción. Finalmente, el sector de impuestos reportaría una aceleración frente a 2013 en caso de cumplirse la meta de recaudo establecida por el Gobierno para el año en curso. **RE**