



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

Informe de política monetaria



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

Informe de política monetaria

Subgerencia de Estudios Económicos

MAYO DE 2016



**BANCO DE LA REPÚBLICA
SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS**

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA DE MAYO DE 2016

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. La principal noticia para la economía colombiana proveniente del frente externo es la perspectiva de que los incrementos de la tasa de interés de la Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos serían más lentos que lo que el mercado y el equipo técnico del Banco de la República esperaba en el *Informe sobre Inflación* de marzo. Lo anterior es el resultado de la decisión del Comité de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) en su reunión de junio de no aumentar la tasa de referencia y de los anuncios de que perciben que la economía americana estaría más débil que lo previsto.
2. Por otra parte, en junio el indicador de términos de intercambio de Colombia habría continuado mostrando niveles superiores a los observados a comienzos del año, gracias a que los precios internacionales del petróleo y de otros bienes básicos exportados por el país se habrían estabilizado (petróleo) o habrían continuaron subiendo (café, carbón y níquel) frente a los registros observados el mes anterior. Parte del efecto de esto sobre los términos de intercambio se habría contrarrestado por las alzas recientes en los precios internacionales en algunos de los alimentos importados por el país, las cuales estarían asociadas con caídas en la oferta por factores climáticos.
3. En cuanto al petróleo, en lo corrido de junio su cotización internacional se ha mantenido alrededor de los USD 50 por barril para la referencia Brent, por encima del pronóstico del equipo técnico del Banco de la República en el *Informe sobre Inflación* de marzo. Lo anterior es el resultado de una caída en la oferta global por diversos recortes inesperados en la producción. Adicionalmente, la producción y los inventarios en los Estados Unidos continúan reduciéndose gradualmente. Pese a esto, la elevada producción en los países de la OPEP, los altos niveles de inventarios mundiales, la debilidad de la actividad económica global y la posibilidad de que se reinicie la explotación en algunos pozos que no eran rentables con los bajos precios de comienzos de año constituyen importantes riesgos a la baja y sugieren que los precios no excederían los niveles actuales.
4. Unos días antes de la reunión de la Fed hubo algún aumento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales y un fortalecimiento del dólar. Esto estaría asociado con la incertidumbre sobre la normalización de la política monetaria de la Fed y con el riesgo de la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

5. En este contexto, se observó una reducción de las tasas de interés de los bonos soberanos de largo plazo de los Estados Unidos y de los principales países de la zona del euro. Para las economías de América Latina se presentó un ligero incremento en las primas de riesgo y un leve debilitamiento de las monedas.
6. En cuanto al crecimiento de los socios comerciales del país, los registros disponibles para abril y mayo sugieren que habría continuado siendo muy modesto. No se descarta una revisión a la baja para lo que resta del año.
7. En los Estados Unidos, las cifras de mayo muestran un panorama mixto. Por un lado, los registros del índice de actividad económica del sector de servicios apuntan a una desaceleración frente a lo observado a comienzos del año, mientras que el sector industrial continúa contrayéndose en términos anuales. Adicionalmente, la creación de empleo mostró una importante moderación pues en mayo se generaron únicamente 38 mil nuevos puestos de trabajo (frente a 165 mil esperados por el mercado). En contraste, las ventas al detal y la confianza de los consumidores sugieren un incremento en el dinamismo del gasto de los hogares, el cual continúa siendo el principal motor de esta economía. La inflación básica de mayo no tuvo cambios respecto a lo observado el mes anterior y permaneció en 2,1%, mientras que la inflación total presentó un leve retroceso al pasar de 1,1% a 1,0% y se mantiene por debajo del nivel objetivo de largo plazo de la Fed (2%).
8. En la zona del euro, las cifras de abril de producción industrial y de ventas al detal sugieren una desaceleración frente a lo observado en el primer trimestre. Por su parte, los registros de mayo de los índices de confianza de los consumidores y de la industria manufacturera se han mantenido relativamente estables en niveles que son consistentes con una recuperación lenta de la economía. En relación con la variación de los precios, en mayo los indicadores de inflación anual total y básica no presentaron cambios significativos y continúan en niveles bajos (-0,1% y 0,8%, respectivamente). En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo una política monetaria altamente expansiva.
9. En China, en mayo se observó una caída en el crecimiento de la inversión en activos fijos, especialmente en la privada, y en las ventas al por menor. La tasa de expansión de la producción industrial se estabilizó en niveles históricamente bajos. Estos resultados apuntan a que continúa la desaceleración gradual de esta economía. Por su parte, la inflación anual se redujo frente a lo observado en abril al pasar de 2,3% a 2,0%.

10. En América Latina, las cifras disponibles del producto interno bruto (PIB) del primer trimestre para Chile, México y Perú mostraron un crecimiento anual superior al del trimestre pasado, pero inferior al promedio de los últimos años. En Brasil el PIB continuó contrayéndose fuertemente en términos anuales. En Ecuador y Venezuela, aunque no hay cifras recientes, el fuerte deterioro de sus términos de intercambio y el encarecimiento del financiamiento externo deberían hacer que la recesión por la que atraviesan se profundice.
11. Para el segundo trimestre los registros de abril de los índices mensuales de actividad económica de Chile y Perú muestran una moderación en su crecimiento frente a lo observado en los primeros tres meses del año. Para Brasil el índice señala que la economía continúa contrayéndose fuertemente, aunque a un ritmo menor que el del primer trimestre del año.
12. En relación con la inflación anual, los registros a mayo de Brasil, Chile y Perú continuaron mostrando reducciones, aunque se mantienen en niveles elevados respecto al objetivo de sus autoridades monetarias. En México la inflación cayó y sigue en la parte baja del rango meta del banco central de este país.

a. Exportaciones e importaciones

13. En abril el valor en dólares de las exportaciones registró una caída anual de 24,8%, debido a contracciones en las ventas externas de bienes de origen minero y del grupo resto de exportaciones. En contraste, las exportaciones de bienes de origen agrícola crecieron anualmente 29,9% en el mes. En lo corrido del año, las exportaciones disminuyeron 30,0%, con un importante retroceso en las ventas externas de bienes de origen minero (**Cuadro 1**).

Cuadro 1. Comportamiento de las exportaciones en dólares

| Abril de 2016 | | | |
|----------------------------------|-----------------|--------------------------------------|---------------------------|
| | Variación anual | Principales rubros que contribuyeron | |
| | | Rubro | Variación anual del rubro |
| Total | -24,8% | | |
| Bienes de origen agrícola | 29,9% | Café | 56,5% |
| | | Flores | 12,8% |
| Bienes de origen minero | -41,0% | Petróleo crudo | -52,2% |
| | | Carbón | -25,9% |
| Resto de exportaciones* | -14,7% | Productos químicos | -22,1% |
| | | Alimentos, bebidas y tabaco sin café | -12,6% |
| Acumulado Enero-Abril de 2016 | | | |
| Total | -30,0% | | |
| Bienes de origen agrícola | -7,6% | Café | -13,6% |
| | | Banano | -2,8% |
| Bienes de origen minero | -43,9% | Petróleo crudo | -54,6% |
| | | Carbón | -33,6% |
| Resto de exportaciones | -10,5% | Productos químicos | -17,8% |
| | | Otros | -15,5% |

* Por destinos, se destacan en este rubro las caídas de 45,0% hacia Ecuador y 44,3% hacia Venezuela. Por el contrario, se registró un aumento en las ventas externas de este rubro hacia la Unión Europea (41,6%), Asia (13,7%) y los Estados Unidos (3,8%).

Fuente: DANE

14. En lo corrido del año, el índice de cantidades de las exportaciones totales registró una caída de 5,5% anual, mientras que el índice de precios disminuyó 26,0%. Lo anterior indicaría que la caída en el valor de las exportaciones se debe principalmente a disminuciones en precios.
15. Para mayo, de acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN las exportaciones sin petróleo registraron un crecimiento anual de 2,4%.
16. En abril el valor en dólares de las importaciones CIF registró una disminución anual de 17,0%, debido a reducciones en las compras externas de todos los grupos de bienes. Es notable la contracción en las importaciones de bienes de capital (-23,3%). En lo corrido del año, las importaciones cayeron 23,1% (**Cuadro 2**).
17. En lo corrido del año, el índice de cantidades de las importaciones totales registró una caída de 9,0% anual mientras que el índice de precios disminuyó 15,5%. Esto sería señal de que las importaciones caen por un efecto conjunto de reducciones en precios y cantidades.

18. En mayo según el avance de comercio exterior de la DIAN las importaciones CIF registraron una caída anual de 20,2%.

Cuadro 2. Comportamiento de las importaciones en dólares

| Abril de 2016 | | | |
|--------------------------------------|-----------------|---|---------------------------|
| | Variación anual | Principales rubros que contribuyeron | |
| | | Rubro | Variación anual del rubro |
| Total | -17,0% | | |
| Bienes de capital | -23,3% | Maquinaria industrial | -33,4% |
| | | Máquinas y aparatos de oficina | -29,5% |
| Materias primas | -12,7% | Combustibles | -51,1% |
| | | Productos químicos y farmacéuticos (par | -14,5% |
| Bienes de consumo | -16,9% | Vehículos de transporte particular | -23,4% |
| | | Productos farmacéuticos y de tocador | -14,1% |
| Acumulado Enero-Abril de 2016 | | | |
| Total | -23,1% | | |
| Bienes de capital | -36,0% | Equipo rodante de transporte | -70,8% |
| | | Maquinaria industrial | -27,7% |
| Materias primas | -14,8% | Productos químicos y farmacéuticos (par | -14,4% |
| | | Productos mineros (para la industria) | -23,0% |
| Bienes de consumo | -18,6% | Vehículos de transporte particular | -29,9% |
| | | Productos farmacéuticos y de tocador | -11,6% |

Fuente: DANE

19. De acuerdo con las cifras de la balanza de pagos, en el primer trimestre de 2016 el déficit en la cuenta corriente fue de US\$ 3,381 millones (m), equivalente a 5,6% del PIB. Tanto en niveles como relativo al PIB, el déficit disminuyó frente al observado un año atrás. La reducción anual del déficit corriente del primer trimestre de 2016 (US\$ 1,809 m), se explica principalmente por los menores egresos netos de los rubros renta de los factores (US\$ 762 m) y comercio exterior de servicios (US\$ 571 m). También contribuyeron a esta reducción el menor déficit de la balanza comercial de bienes (US\$ 324 m) y los mayores ingresos netos por transferencias corrientes (US\$ 152 m).

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

20. De acuerdo con la publicación más reciente de las cuentas nacionales trimestrales del DANE, durante el primer trimestre del año la actividad económica se expandió 2,5% frente al mismo periodo de 2015, en línea con el pronóstico de la senda central presentado en el anterior *Informe sobre Inflación*. El incremento entre trimestres fue de 0,2%, lo que corresponde a una tasa anualizada de 0,6%.

21. Por ramas de actividad, los sectores que más crecieron fueron la industria y los servicios financieros. La minería fue la única rama que mostró una contracción (**Cuadro 3**). Al clasificar los sectores entre no transables y transables, se observaron variaciones anuales de 3,4% y 1,0%, respectivamente. Si se excluye la minería, el PIB transable se expandió 2,4% anual. En todos los casos se apreciaron desaceleraciones frente a los registros del cuarto trimestre.

Cuadro 3. PIB por el lado de la oferta

| Rama de actividad | 2014 | 2015 | | | | 2015 | 2016 |
|---|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| | Año completo | I Trim | II Trim | III Trim | IV Trim | Año completo | I Trim |
| Agropecuario, silvicultura, caza y pesca | 3.1% | 2.2% | 2.4% | 3.0% | 5.8% | 3.3% | 0.7% |
| Explotación de minas y canteras | -1.1% | 0.4% | 4.2% | -0.5% | -1.5% | 0.6% | -4.6% |
| Industria manufacturera | 0.7% | -2.0% | -0.1% | 3.2% | 3.9% | 1.2% | 5.3% |
| Electricidad, gas y agua | 3.4% | 2.5% | 1.6% | 3.8% | 3.8% | 2.9% | 2.9% |
| Construcción | 10.5% | 3.1% | 8.1% | 0.2% | 4.6% | 3.9% | 5.2% |
| Edificaciones | 8.1% | 1.4% | 9.0% | -7.9% | 7.1% | 2.1% | 10.9% |
| Obras Civiles | 13.4% | 4.7% | 6.5% | 7.1% | 3.2% | 5.4% | 0.4% |
| Comercio, reparación, restaurantes y hoteles | 5.1% | 4.6% | 3.5% | 4.7% | 3.8% | 4.1% | 2.7% |
| Transporte, almacenamiento y comunicación | 4.7% | 2.6% | 0.4% | 2.2% | 0.7% | 1.4% | 1.8% |
| Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas | 5.7% | 4.8% | 3.8% | 4.2% | 4.3% | 4.3% | 3.8% |
| Servicios sociales, comunales y personales | 5.2% | 2.4% | 2.5% | 3.4% | 3.5% | 2.9% | 1.7% |
| Subtotal Valor agregado | 4.3% | 2.5% | 2.9% | 3.0% | 3.4% | 3.0% | 2.5% |
| Impuestos menos subsidios | 5.6% | 4.1% | 4.0% | 4.6% | 3.4% | 4.0% | 2.3% |
| PRODUCTO INTERNO BRUTO | 4.4% | 2.7% | 3.1% | 3.1% | 3.4% | 3.1% | 2.5% |

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

22. Por el lado del gasto, el crecimiento anual de la demanda interna fue 1,3%, algo mayor que el esperado en el anterior *Informe sobre Inflación*. El consumo total registró una expansión de 3,2% resultado de un crecimiento del consumo de los hogares de 3,4% (dato mayor al del cuarto trimestre de 2015) y de una expansión del consumo público de 1,6% (desacelerándose frente al trimestre anterior). Por el contrario la inversión tuvo una disminución, debido a caídas de los rubros transables que no fueron del todo compensados por el desempeño de la inversión no transable. Las exportaciones netas contribuyeron positivamente a la expansión de PIB (**Cuadro 4**).

Cuadro 4. PIB por el lado de la demanda

| | 2014 | 2015 | | | | 2015 | 2016 |
|--|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Año completo | I. Trim. | II Trim. | III Trim. | IV Trim. | Año completo | I. Trim. |
| Consumo Total | 4.3% | 4.4% | 3.7% | 4.3% | 3.3% | 3.9% | 3.2% |
| Consumo de Hogares | 4.2% | 4.7% | 3.7% | 4.2% | 2.8% | 3.8% | 3.4% |
| Bienes no durables | 3.2% | 4.3% | 3.9% | 4.6% | 3.7% | 4.1% | 3.9% |
| Bienes semidurables | 3.1% | 5.9% | 2.8% | 6.8% | 3.2% | 4.6% | 3.9% |
| Bienes durables | 13.5% | 10.5% | 2.4% | -7.0% | -11.9% | -2.0% | -4.6% |
| Servicios | 4.7% | 4.4% | 4.1% | 4.5% | 3.7% | 4.2% | 3.8% |
| Consumo Final del Gobierno | 4.7% | 2.2% | 2.3% | 3.1% | 3.8% | 2.8% | 1.6% |
| Formación Bruta de Capital | 11.6% | 6.5% | 0.6% | 3.2% | 0.4% | 2.6% | -3.7% |
| Formación Bruta de Capital Fijo | 9.8% | 7.4% | 3.3% | 0.4% | 0.3% | 2.8% | -4.8% |
| Agropecuario, silvicultura, caza y pesca | 1.5% | -5.9% | -2.8% | 0.4% | 2.9% | -1.5% | -0.2% |
| Maquinaria y equipo | 7.1% | 0.7% | -1.9% | -0.3% | -5.4% | -1.8% | -10.1% |
| Equipo de transporte | 10.0% | 41.2% | 6.0% | 3.3% | -5.2% | 9.4% | -32.9% |
| Construcción y edificaciones | 7.7% | 2.2% | 10.1% | -8.2% | 8.1% | 2.7% | 11.4% |
| Obras civiles | 14.0% | 3.4% | 6.4% | 7.0% | 4.2% | 5.2% | 0.4% |
| Servicios | 11.0% | 1.4% | 4.7% | -3.8% | 1.5% | 0.9% | 1.4% |
| Demanda interna | 6.0% | 4.7% | 3.1% | 4.1% | 2.5% | 3.6% | 1.3% |
| Exportaciones Totales | -1.3% | 4.2% | 0.4% | -4.8% | -2.1% | -0.7% | 2.1% |
| Importaciones Totales | 7.8% | 11.7% | 0.3% | 8.0% | -3.6% | 3.9% | -1.5% |
| Producto Interno Bruto | 4.4% | 2.7% | 3.1% | 3.1% | 3.4% | 3.1% | 2.5% |

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

23. De otro lado, según el DANE, la serie desestacionalizada del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) registró un crecimiento de 3,5% anual en marzo de 2016. El acumulado para el agregado de los primeros tres meses del año se expandió 3,1%, cifra superior a la del PIB.
24. La información disponible para el segundo trimestre es aún preliminar, pero los resultados de las encuestas de industria y comercio a abril permiten prever un mejor desempeño que el registrado para el primer trimestre, en parte por los efectos calendario y en línea con lo esperado por el equipo técnico.
25. En abril las cifras de la encuesta mensual de comercio minorista (EMCM) del DANE revelaron un incremento del 5,8% comparado con el mismo mes de 2015, una aceleración frente al registro de marzo, en el que se dio una caída de 3,6% anual. Por otra parte, las estimaciones del equipo técnico del Banco que corrigen por los efectos calendario sugiere que las ventas totales habrían crecido 2,8% en abril (vs. 1,4% para el primer trimestre). Asimismo, se observa un estancamiento en el componente tendencial.
26. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 5,8% anual en abril, una aceleración frente al -1,0% de marzo y al 1,6% del primer trimestre. Para el caso de las ventas de automotores, el aumento fue 5,6%, un mayor ritmo que el de marzo (-16,7%) y que el del primer trimestre (-9,3%). Al corregir por los efectos calendario, las ventas sin vehículos habrían aumentado 4,6% en abril mientras que las de vehículos habrían caído 2,8% anual (registro mejor que el del primer trimestre -5,8%).

27. Otros indicadores auxiliares confirman los resultados anteriores. Las cifras a mayo del reporte de matrículas del Comité Automotor Colombiano (CAC) revelaron una caída anual de 13,6% en este agregado. Con ello, el bimestre abril-mayo registró una contracción de 10,4%, algo menor que el -17,5% del primer trimestre. Por segmentos, las caídas se dan tanto en los vehículos de uso particular, con -12,8% anual, (consumo durable) como de uso comercial, con -14,4% (inversión en equipo de transporte).
28. Por su parte, los resultados de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República con corte a abril sugieren que las ventas no habrían tenido variaciones significativas con respecto a lo observado en marzo. A pesar de ello, el promedio móvil trimestral continúa mostrando una pendiente negativa, lo que permite pensar en una desaceleración del consumo privado.
29. Algo similar sugieren los resultados de la encuesta de opinión de los consumidores de Fedesarrollo. En mayo el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) no registró cambios importantes frente al dato de abril, pero continúa significativamente por debajo del promedio de la serie calculado desde noviembre de 2001.
30. Los indicadores del mercado laboral no revelan una tendencia clara. En abril las series de tasa de desempleo siguieron aumentando en términos anuales en todos los dominios, con excepción de las trece áreas. No obstante, en el trimestre móvil (con las series desestacionalizadas) terminado en abril, la tasa de desempleo de las trece áreas descendió a niveles similares a los observados a mediados del año pasado, y cercanos a los mínimos desde 2000. Asimismo, el empleo ha continuado desacelerándose en el total nacional mientras que ha mostrado alguna recuperación en las trece áreas por cuenta del empleo asalariado.
31. Con respecto a la inversión diferente de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles, las cifras de importaciones de bienes de capital (llevadas a términos reales) y el balance de expectativas de inversión de la EMEE con cifras a abril continúan anticipando una nueva contracción de este rubro en el segundo trimestre de 2016.
32. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el segundo trimestre de 2016 registraron comportamientos mixtos. Aquellos relacionados con la industria y el comercio tuvieron dinámicas favorables, mientras que otros

asociados con la agricultura, la minería y la rama de energía revelaron un desempeño menos optimista.

33. Según el DANE, el índice de producción industrial sin trilla de café presentó una expansión anual de 8,4% en abril. Al excluir la refinación de petróleo, la producción real de las manufacturas restantes se incrementó 6,2% frente al mismo mes de 2015. En ambos casos se registró una aceleración frente al dato de marzo. Este aparente mejor comportamiento obedeció, en gran medida, al efecto calendario por Semana Santa y días festivos. Las estimaciones del equipo técnico que corrigen por los efectos calendario muestran que en abril la industria total y sin refinación habrían crecido 2,6% y 0%, respectivamente.
34. Por su parte, la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo reveló que en abril se registraron aumentos en el volumen de pedidos y caídas en el nivel de existencias (contracíclico a la producción). Las expectativas de producción a tres meses continuaron mostrando un buen desempeño, tanto en la serie original como en su componente tendencial.
35. Para el caso del sector comercio, la misma encuesta reveló mejorías tanto en la percepción de la situación económica actual como en la de la situación económica esperada seis meses adelante. El componente tendencial de las dos series registró una pendiente positiva, lo que augura un buen desempeño de esta rama del PIB.
36. En la construcción se destacan los crecimientos de la producción y despachos de cemento en abril (5,0% y 5,9%, respectivamente). Para ambas series se observó una aceleración frente al agregado del primer trimestre. Al corregir por efectos calendario los crecimientos para estas series fueron 0,6% y -1,5%.
37. En contraste con lo anterior y con información a mayo, la demanda de energía total cayó 2,0% anual. El componente tendencial de la serie continúa deteriorándose. De acuerdo con los informes de XM, la demanda de energía no regulada de la industria registró una contracción de 1,7%.
38. En el mismo mes, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros (FNC), la producción de café cayó 0,2% anual. Con esto, el agregado del bimestre abril-mayo se expandió 5,6%, un menor ritmo que el registrado para el primer trimestre del año (8,9%).
39. Para el caso de la minería, de acuerdo con la información más reciente del Ministerio de Minas y Energía, en mayo la producción de petróleo cayó 12,0%

con respecto al mismo mes del año anterior. Así las cosas, el agregado del bimestre abril-mayo se contrajo 11,4%, lo que representó una desaceleración adicional frente al registro del agregado para el primer trimestre del año (-7,4%).

40. Así las cosas, para el segundo trimestre de 2016 se prevé un crecimiento del PIB mayor que el observado para los primeros tres meses del año influenciado por el efecto calendario de días festivos y Semana Santa. Para todo el año, el crecimiento se ubicaría entre 1,5% y 3,2%, con 2,5% como cifra más probable.

III. Comportamiento de la inflación y precios

41. En mayo la inflación anual al consumidor se situó en 8,20%, nivel superior en 27 puntos base (pb) al del mes anterior (**Cuadro 5**). Para el año corrido, el aumento del IPC acumuló 4,60%, por encima del 3,22% observado en el mismo lapso de 2015. La variación mensual se situó en 0,51%, dato que superó a los pronósticos del mercado (0,41%).
42. El aumento de la inflación anual en mayo lo explicó sobre todo el segmento de los alimentos, especialmente por los mayores ajustes observados en los precios de los perecederos. También contribuyeron a la aceleración de la inflación anual los transables y los regulados. El IPC de no transables fue la única subcanasta que presentó descensos en la variación anual.
43. Pese al alza de la inflación total, la inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, disminuyó levemente por primera vez desde septiembre de 2014 (pasó de 6,38% en abril a 6,33% en mayo). Tres de los indicadores cayeron o se mantuvieron inalterados en el último mes, con el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (el de mayor nivel) descendiendo a 6,61% y el IPC núcleo 20 a 6,55%, mientras el IPC sin alimentos ni regulados se mantuvo en 6,08%. El único indicador que aumentó fue el IPC sin alimentos, aunque muy levemente (desde 6,02% en abril a 6,07% en mayo).

Cuadro 5

Comportamiento de la inflación a mayo de 2016

| Descripción | Ponderación | | | | | Participación en porcentaje en la aceleración del mes | Participación en porcentaje en la aceleración del año corrido |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---|---|
| | | dic-15 | mar-16 | abr-16 | may-16 | | |
| Total | 100,00 | 6,77 | 7,98 | 7,93 | 8,20 | 100,00 | 100,00 |
| Sin alimentos | 71,79 | 5,17 | 6,20 | 6,02 | 6,07 | 16,77 | 42,80 |
| Transables | 26,00 | 7,09 | 7,38 | 7,57 | 7,88 | 27,67 | 12,48 |
| No transables | 30,52 | 4,21 | 4,83 | 5,00 | 4,78 | -25,71 | 12,01 |
| Regulados | 15,26 | 4,28 | 7,24 | 5,78 | 6,00 | 14,81 | 18,30 |
| Alimentos | 28,21 | 10,85 | 12,35 | 12,63 | 13,46 | 83,23 | 57,20 |
| Perecederos | 3,88 | 26,03 | 27,09 | 28,62 | 33,44 | 60,97 | 27,37 |
| Procesados | 16,26 | 9,62 | 10,83 | 10,89 | 11,04 | 9,38 | 17,62 |
| Comidas fuera del hogar | 8,07 | 5,95 | 7,53 | 7,53 | 7,92 | 12,88 | 12,21 |
| Indicadores de inflación básica | | | | | | | |
| Sin Alimentos | | 5,17 | 6,20 | 6,02 | 6,07 | | |
| Núcleo 20 | | 5,22 | 6,48 | 6,69 | 6,55 | | |
| IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs. | | 5,93 | 6,57 | 6,72 | 6,61 | | |
| Inflación sin alimentos ni regulados | | 5,42 | 5,91 | 6,08 | 6,08 | | |
| Promedio indicadores inflación básica | | 5,43 | 6,29 | 6,38 | 6,33 | | |

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

44. El aumento de la inflación anual del IPC sin alimentos se concentró en los transables (sin alimentos ni regulados) y regulados, cuyas variaciones anuales pasaron de 7,57% en abril a 7,88% en mayo en el primer caso, y de 5,78% a 6,00%, en el segundo. En los transables, al parecer la depreciación acumulada desde julio de 2014 continuó trasladándose a los precios de esta sub-canasta (pese a la apreciación que se observó entre finales de febrero y mediados de mayo). En el último mes se destacaron los incrementos en los precios de los vehículos y de algunos productos de aseo personal.
45. Por su parte, el aumento en el IPC de regulados está asociado al repunte de las variaciones anuales de los combustibles de -3,9% en abril a -2,7% en mayo. El incremento en mayo en 104 pesos en el precio de la gasolina decretado por el Gobierno Nacional, explica esta situación. El aumento en los precios de los servicios públicos se mantuvo en 10,2%, al igual que lo hizo el de transporte (4,8%).
46. A pesar de la estabilidad en las variaciones anuales del subgrupo de servicios públicos en el último mes, al interior de la canasta hubo cambios de importancia. El caso más destacado es el del precio de la energía, el cual registró un incremento mensual de 4,0% durante el mes, con lo que su variación anual pasó de 8,4% en abril a 9,8% en mayo. De hecho, este único rubro explicó en más del 25% la inflación mensual total al consumidor de mayo. El alza se concentró en Bogotá, donde las tarifas de energía registraron un incremento superior al 20,0%, el cual parece corresponder con la reversión de las rebajas en este precio ocurridas en los dos meses anteriores por el programa de ahorro de energía (“Apagar paga”) impulsado por el Gobierno. Para los

próximos meses no se descartan caídas en los precios de este servicio por cuenta de las rebajas por dicho plan de ahorro que aún falta por ejecutarse en varias ciudades del país, las cuales deberían revertirse uno o dos meses después.

47. En contraste con la energía, el precio del gas cayó 2,2% en mayo, reflejando la menor demanda por parte de las termoeléctricas, una vez entró en operación, aunque parcialmente, la central de Guatapé y se inició la temporada de lluvias. En el caso del acueducto, aseo y alcantarillado se prevé una rebaja en la tarifa para el tercer trimestre, que en el caso de Bogotá se espera supere el 2,0%, al entrar en vigencia un nuevo marco regulatorio (La resolución CRA-720 de 2015 y una modificación con respecto a la entrada en vigencia, conocida como la CRA-751 de 2016).
48. La variación anual de los no transables sin alimentos ni regulados cayó en mayo a 4,78%, desde un 5,00% en abril. Este comportamiento se explica por el IPC de servicios relacionados con diversión (que incluye boletas de fútbol), cuya variación anual pasó de 14,5% en abril a 0,5% en mayo. Hace un año la variación en mayo de este rubro había muy elevada (14,7%) y esta situación no se presentó en el 2016 (0,6%). Por su parte, los segmentos no transables de indexados y afectados por el tipo de cambio se mantuvieron estables en 5,97% y 5,74%, respectivamente. El único subgrupo que repuntó levemente dentro de los no transables fue el de los arriendos (de 4,15% en abril a 4,17% en mayo). En los dos últimos meses las fluctuaciones anuales de los arriendos han aumentado un poco, posiblemente debido a la activación del mecanismo de indexación con base en la inflación pasada, el cual no se había presentado en el primer trimestre del año.
49. Con respecto al IPC de alimentos, la variación anual volvió a aumentar en mayo situándose en 13,46%. En este mes nuevamente se presentaron alzas en el grupo de los alimentos perecederos (como la papa, cebolla y tomate), cuya variación anual pasó de 28,62% en abril a 33,44% en mayo. Los precios de este grupo aún continúan reflejando el impacto negativo que, sobre las decisiones de siembras y la productividad agrícola, tuvo el evento de El Niño que acaba de terminar. En la actualidad, de acuerdo con la información más reciente de las agencias meteorológicas internacionales, dicho fenómeno podría dar paso a un episodio de La Niña con una probabilidad del 75%, el cual se caracteriza por abundantes lluvias.
50. En mayo, la variación anual del IPC de alimentos procesados aumentó levemente (de 10,89% a 11,04%). No obstante, en este mes se observó un importante incremento en la variación anual del IPC de carne de res (de 8,7% a

14,0%), que sería el resultado tanto del efecto rezagado de El Niño como, del impacto de una fase de retención ganadera que, según Fedegán, se viene registrando en los últimos meses.

51. En el caso de las comidas fuera del hogar, la variación anual aumentó de 7,53% en abril a 7,92% en mayo. Esto sería el reflejo de los mayores costos por el encarecimiento de los alimentos, del ajuste del salario mínimo y de los incrementos en los arriendos.
52. Para junio no se descarta un incremento adicional en los precios de los alimentos, de naturaleza transitoria, asociado al paro agrario y al paro camionero.
53. Por el lado de los costos no laborales, en mayo se percibieron presiones inflacionarias crecientes sobre la canasta al consumidor. La variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) aumentó de 8,6% en abril a 10,0% en mayo. Por procedencia el IPP importado subió a 11,5% en mayo, desde 10,2% en abril. Asimismo, el crecimiento anual del IPP de los bienes producidos y consumidos localmente aumentó de 7,9% en abril a 9,3% en mayo, explicado especialmente por los productos agropecuarios y de la minería.
54. En cuanto a los costos laborales, con información a abril y mayo, los ajustes de salarios continuaron superando la meta de inflación, aunque siguen siendo menores que el incremento del salario mínimo y que la inflación de diciembre (salvo para los de la industria). Con información a abril, el ajuste de los salarios del comercio se mantuvo estable en 6,6%, mientras que el de la industria aumentó de 7,0% a 7,2%. Con información a mayo, en el caso de los salarios de la construcción pesada el aumento fue de 3,6% anual para empleados y 5,2% para obreros, mientras que los de construcción de vivienda se situaron en 4,3%.
55. Las expectativas de inflación para diciembre de 2016 obtenidas de la encuesta mensual a analistas financieros, y recogidas a comienzos de junio, aumentaron de 6,02% en mayo a 6,23% en junio. En contraste, las expectativas a 12 meses cayeron de 4,53% en mayo a 4,37% en junio. Las expectativas a veinticuatro meses no mostraron cambios de importancia, al pasar de 3,69% a 3,67%. En relación con las expectativas de inflación implícitas que se extraen de los TES en pesos y UVR (Breakeven Inflation, BEI), en promedio para lo corrido de junio (hasta el día 17) disminuyeron para todos los plazos frente a los datos promedio de mayo (2, 3, y 5 años: -24, -23 y -22 pb respectivamente). De esta

manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de junio a 2, 3, y 5 años son 4,47%, 4,26% y 4,07%.