



# 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

OCTUBRE DE 2015

## **I. Contexto externo y balanza de pagos**

1. En noviembre los términos de intercambio de Colombia se habrían reducido nuevamente, principalmente, por la caída del precio internacional del petróleo. La cotización del crudo Brent bajó 7,3% en promedio en lo corrido del mes al 24, respecto a lo observado en octubre. La apreciación del dólar y las preocupaciones por una mayor debilidad en la demanda global explican gran parte de esta caída. Adicionalmente, hay indicios de que los niveles de inventarios de crudo continúan siendo elevados y de que seguiría existiendo un exceso de oferta de petróleo a nivel mundial.
2. Las cotizaciones del níquel y de otros metales exportados por algunos países de la región también disminuyeron de forma importante en las últimas semanas, como consecuencia, principalmente, de la apreciación del dólar estadounidense y de la menor demanda por parte de las economías emergentes. Entretanto, el precio internacional del café, si bien mostró algunos incrementos respecto al mes anterior, se mantiene en niveles relativamente bajos frente a los del año pasado.
3. Los registros más recientes de la actividad económica confirman el bajo crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia para 2015 con respecto a lo observado en años anteriores.
4. En los Estados Unidos el segundo estimativo del producto interno bruto (PIB) del tercer trimestre muestra que se habría presentado una moderación en el crecimiento económico, al pasar de 3,9% trimestre anualizado (t.a.) en el segundo trimestre a 2,1% t.a. (revisado de 1,5% t.a.). Al desagregar por componentes, se observa que la menor expansión se explica, principalmente, por una importante desacumulación de inventarios (que le restó 0,6 puntos porcentuales (pp) al crecimiento) y por una demanda externa neta negativa. En contraste, el consumo de los hogares y la inversión siguen incrementándose a tasas relativamente elevadas.
5. Las cifras a octubre de las ventas al detal y de confianza del consumidor permanecieron en niveles elevados y sugieren que el gasto de los hogares sigue consolidándose como el principal motor de crecimiento de la economía estadounidense. En contraste, la producción industrial permaneció estancada. En el mercado laboral, los registros de creación de empleo de octubre fueron altos, con lo que la tasa de desempleo se redujo a 5,0%. Con respecto a la variación anual de los precios, se observó un incremento modesto en la

inflación total, aunque continúa en niveles bajos (0,2%); los indicadores de inflación básica se mantuvieron estables en 1,9%.

6. En este contexto, las minutas de la reunión de octubre del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal (Fed) sugieren que se incrementaría la tasa de interés en diciembre y que continuaría con alzas graduales a futuro. Como consecuencia de lo anterior y de los registros de empleo mejores que los esperados, se aumentó la probabilidad, implícita en los futuros en los mercados financieros de un incremento de la tasa de política a final de año.
7. En la zona del euro, el producto interno bruto (PIB) registró una tasa de crecimiento trimestral de 0,3% entre julio y septiembre, lo cual representa una ligera desaceleración respecto a lo observado el trimestre anterior (0,4%). Entretanto, los indicadores preliminares de noviembre de confianza y de las encuestas industriales indican que la economía habría continuado expandiéndose a un ritmo modesto. Con respecto a la variación de los precios, en octubre los indicadores de inflación anual total y básica presentaron ligeros incrementos de 0,2 pp respecto a lo observado el mes anterior y se ubicaron en 0,1% y 1,1%, respectivamente.
8. En China, al mes de octubre, los indicadores de producción industrial, de inversión en activos fijos y de ventas al detal, sugieren que la actividad real continuó presentando un dinamismo relativamente bajo. Por su parte, la inflación anual en dicho mes se mantuvo en niveles bajos (1,3%).
9. En América Latina, los registros de crecimiento del PIB del tercer trimestre de Chile y México muestran alguna recuperación respecto a lo observado tres meses atrás, mientras que en Perú se presentó una ligera moderación. Estas economías el dinamismo es comparado con el de años anteriores. Por su parte, las cifras de actividad real para septiembre de Brasil indican una profundización de la contracción que inició el año anterior.
10. Los registros de inflación a octubre en las economías de América Latina continuaron mostrando un comportamiento heterogéneo entre países. En Chile y Perú se moderó ligeramente, aunque sigue por encima del límite superior del rango meta de sus bancos centrales. En Brasil sigue alta y con una tendencia creciente. En contraste, en México se redujo nuevamente y se mantuvo en la parte baja del rango meta de su banco central.

11. En cuanto a los mercados financieros internacionales, el dólar estadounidense retomó su tendencia a la apreciación frente a la mayoría de monedas del mundo y se observó un incremento de las tasas de los bonos de largo plazo de los Estados Unidos, como consecuencia, principalmente, de las perspectivas de un incremento de la tasa de interés por parte de la Fed en diciembre. Por su parte, los rendimientos de los títulos soberanos de largo plazo de los principales países de la zona del euro presentaron algunas reducciones, sugiriendo que los agentes de los mercados financieros estarían esperando un mayor estímulo monetario por parte del Banco Central Europeo (BCE).
12. En el caso de América Latina, las primas de riesgo no han presentado cambios importantes en lo corrido de noviembre y se mantienen en niveles relativamente elevados. Las monedas de la región retomaron su tendencia a debilitarse frente al dólar. Este comportamiento ha sido especialmente marcado en el caso del peso colombiano, el cual pasó de un valor promedio de COP 2.924 por dólar en octubre a COP 2.986 por dólar en lo corrido de noviembre al 24, lo que corresponde a una depreciación de 2,1%.

#### **a. Exportaciones e importaciones**

13. En septiembre las exportaciones totales en dólares registraron una caída anual de 43,4%, explicada por un descenso en el valor exportado de los bienes de origen minero (-58,2%) y del rubro resto de exportaciones (-12,5%). La caída en el rubro de bienes mineros se asocia en mayor grado a las menores exportaciones de crudo (-59,8%) y carbón (-55,8%). En contraste, el rubro de bienes de origen agrícola presentó una variación de 8,7%, por el aumento en café (15,7%) y flores (4,2%).
14. Dentro del resto de exportaciones se destacan las disminuciones en alimentos y bebidas (-18,3%) y vehículos (-52,9%). Por destinos, sobresalen las caídas de 59,3% hacia Venezuela, 32,5% hacia Ecuador, 2,5% hacia los Estados Unidos y 3,1% al resto de destinos.
15. En el acumulado del año a septiembre el valor de las exportaciones totales cayó 34,9%. A esto contribuyeron las ventas externas de bienes de origen minero (-46,6%) y del rubro resto de productos (-10,2%). En las primeras, la variación negativa se debió en gran parte al menor valor exportado de crudo (-50,4%), refinados (-59,3%) y carbón (-30,6%). En las segundas, se destacan las caídas en alimentos y bebidas (-16,3%), minerales no metálicos (-21%) y

vehículos (-11,4%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola crecieron levemente (2,7%) gracias al aumento registrado en café (13,3%).

16. En septiembre las importaciones CIF en dólares cayeron 22,3% en términos anuales. Esta disminución está asociada a menores compras externas de bienes de capital (-24,5%), intermedios (-20,4%) y de consumo (-22,9%). En las primeras, la caída se explica por bienes de capital para la industria (-21,7%) y equipo de transporte (-34,3%). Las importaciones de bienes intermedios disminuyeron en razón del descenso en combustibles y lubricantes (-35,2%), materias primas para la industria (-14,2%) y materias primas para la agricultura (-11,6%). La caída en bienes de consumo se debe a las menores compras de bienes durables (-28,1%) y no durables (-17,5%).

17. En lo corrido del año el valor de las importaciones CIF cayó 13,1% anual. Esto se explica por las disminuciones en bienes intermedios (-16,2%), de capital (-10,3%) y de consumo (-11,1%). La caída en bienes intermedios se asocia en mayor grado al decrecimiento de 34,2% en combustibles y lubricantes y de 10,2% en materias primas para la industria. Dentro de bienes de capital, las mayores disminuciones las tuvieron bienes de capital para la industria (-11,9%) y materiales de construcción (-9,4%). Las importaciones de bienes de consumo durable tuvieron una variación de -16,7%, al tiempo que las de bienes no durables cayeron 4,8%. En volúmenes, en lo corrido del año las importaciones totales han caído 0,6% anual, debido a las menores cantidades en bienes de capital (-5,6%) y de consumo (-4,3%), que fueron parcialmente contrarrestadas por las mayores compras externas de bienes intermedios (5,7%).

## **II. Crecimiento, demanda interna y crédito**

18. Según las cifras de la encuesta mensual de comercio minorista (EMCM) publicadas por el DANE, en septiembre las ventas al por menor se expandieron 2,8% anual, una desaceleración frente al dato alto registrado en agosto. Por su parte, el agregado del tercer trimestre aumentó 4,6% frente al mismo periodo de 2014. Estas cifras sugieren una aceleración frente a los registros del segundo trimestre del año. Aun así, el componente tendencial de la serie muestra un debilitamiento, luego del dato observado el mes anterior.

19. Al descontar los vehículos, los crecimientos anuales de las ventas estuvieron alrededor de 8,1% para septiembre y el tercer trimestre. Este segmento del

comercio minorista continúa mostrando un buen desempeño, luego del estancamiento de la primera mitad del año.

20. En contraste, según la misma fuente, las ventas de vehículos y motocicletas cayeron 18,6% anual en septiembre. Para el agregado del tercer trimestre la reducción fue menor (cerca de 10,5%). Esta cifra representa una profundización del mal comportamiento que este renglón del comercio minorista mostró durante la primera mitad del año. Cabe señalar que parte de este desempeño está relacionado con una alta base de comparación en el mismo periodo de 2014, y que se espera que las disminuciones se prolonguen durante el cuarto trimestre.
21. En esa misma dirección apunta el comportamiento de la serie de matrículas publicada por el comité automotor colombiano<sup>1</sup>, con un descenso de 28,6% en octubre. Adicionalmente, por el XIV Salón del Automóvil de Bogotá, evento bienal que tuvo lugar hacia finales de noviembre de 2014, se prevé un mal desempeño de las ventas y registros de vehículos automotores del cuarto trimestre de 2015.
22. Otros indicadores que guardan una alta correlación histórica con el crecimiento del consumo de los hogares también permiten esperar un desempeño más favorable de este rubro del PIB durante el tercer trimestre. Por ejemplo en septiembre el balance de las ventas de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República continuó mostrando una mejor situación para el volumen de ventas que en el segundo trimestre.
23. No obstante, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo sugiere que el consumo de los hogares se habría desacelerado en el tercer trimestre. El promedio del índice para el periodo julio-septiembre se ubicó significativamente por debajo de aquellos calculados para la primera mitad del año y desde 2001.
24. A septiembre los indicadores de tasa de desempleo han dejado de caer e inclusive presentan algunos incrementos leves. Lo anterior se explica por una desaceleración del empleo, en particular el de aquellos trabajadores con alguna educación superior. El empleo formal sin educación superior continúa mostrando una dinámica favorable.

---

<sup>1</sup> Conformado por la Asociación Nacional de Industriales (ANDI), la Federación Nacional de Comerciantes (FENALCO), y la firma Econometría.

25. Respecto a la formación bruta de capital fijo sin construcción de edificaciones ni de obras civiles, el balance de expectativas de inversión de la EMEE de septiembre sugiere que en el tercer trimestre este agregado no siguió deteriorándose.
26. Por el lado de la oferta, los indicadores también sugieren un mejor desempeño para el tercer trimestre. La producción industrial total en septiembre creció 2,0%, cifra superior a la esperada por el equipo técnico. Al excluir la refinación de petróleo, las manufacturas restantes se expandieron a una tasa anual de 2,8%. En lo corrido del año, el sector tuvo un crecimiento cercano a cero (0,1%). En términos trimestrales, la información confirma una leve recuperación de la actividad industrial entre julio y septiembre, ya que durante este periodo la producción se incrementó 1,7%, luego de las reducciones observadas en la primera mitad del año.
27. Cabe señalar que el comportamiento al interior de la industria continúa siendo heterogéneo: mientras que las industrias de elaboración de bebidas (11,5%), fabricación de productos minerales no metálicos n.c.p. (5,1%), elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal (24,6%), fabricación de productos elaborados de metal (12,6%) y fabricación de productos de plástico (6,7%), muestran un dinamismo importante; otras como las de coquización, refinación de petróleo, y mezcla de combustibles (-2,1%), fabricación de maquinaria y equipo (-12,4%) y las industrias de fabricación de aparatos y equipo eléctrico (-9,0%) cayeron.
28. En lo que respecta a la construcción, en septiembre, un indicador relacionado como es la producción de cemento creció 5,1%. Pese a la desaceleración frente al mes anterior (7,9%), el tercer trimestre reportó un mayor dinamismo (5,3% 3 trim. vs 4,3% 2 trim.) y el acumulado semestral mejoró y se expande a una tasa anual de 5,1%. Algo similar ocurre con los despachos que aumentaron 5,2% y 7,5% en septiembre y el tercer trimestre, respectivamente. Por su parte, aunque las licencias de construcción crecieron 43,8% en septiembre, el acumulado a doce meses cayó 0,3%. Esto implicó una mejoría al pasar de -5,4% en el segundo trimestre a 18,6% en el tercero.
29. De acuerdo con las cifras de la Agencia Nacional de Minería la producción de carbón en el tercer trimestre alcanzó 19,9 millones de toneladas, lo que representa un crecimiento anual casi nulo (0,1%). En el año corrido, la producción está cayendo 2,5%.



30. Por último según el DANE, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) registró un crecimiento anual de 4,0% en agosto, lo que representó una expansión de 3,9% para el agregado del bimestre julio-agosto frente al mismo periodo de 2014. Lo anterior sugiere una aceleración del ritmo de crecimiento del PIB durante el tercer trimestre. Cabe señalar que la dinámica de esta serie no necesariamente coincide con la observada para el PIB y que está sujeta a revisiones en tanto se consolide la información.
31. Las cifras para el cuarto trimestre de 2015 son escasas y no permiten definir un pronóstico confiable del crecimiento del PIB. Sin embargo, algunos indicadores hacen prever un comportamiento del consumo de los hogares moderado, algo menor que lo que se habría registrado entre julio y septiembre.
32. Con cifras a octubre se observó una leve desaceleración del ritmo de expansión del crédito a los hogares en términos nominales que podría continuar. Además, en octubre el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) continuó en niveles bajos, menores que el promedio de la serie calculado desde 2001.
33. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el cuarto trimestre señalan que el mejor desempeño de la economía colombiana continuaría. Las cifras de la Federación Nacional de Cafeteros registraron en octubre una producción de café por encima de un millón de sacos de 60kg (1.368.000), con una expansión anual de 24,3% (frente al 14,7% del tercer trimestre). En el año corrido a octubre, el crecimiento acumulado se sitúa alrededor de 15%, con una producción cercana a los 11.400.000 sacos.
34. Por su parte, en octubre la demanda de energía total creció 5,5% en términos anuales. El componente tendencial mantuvo su pendiente positiva y esto representó una aceleración frente al tercer trimestre (4,8%). Al descomponer la demanda de energía, se aprecia que la regulada y la no regulada crecieron 7,6% y 2,4%, respectivamente. Por regiones, se observa que en la zona caribe (5,9%), Chocó (7,2%), Tolima (4,3%), Huila (8,3%) y Caquetá (6,4%) la demanda de energía aumentó de manera importante.
35. En cuanto a la producción de petróleo, aunque en octubre registró un nivel por debajo de un millón de barriles diarios (999 mbd), en lo corrido del año la producción se ubica por encima de lo previsto por el equipo técnico del Banco. Esto implicó una caída anual de 0,3% (tercer trimestre: -1,1%).

36. Por el lado de la industria manufacturera, con información a octubre, la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo registró un aumento de los pedidos y una disminución de las existencias que reflejarían un mejor desempeño sectorial, mientras que las expectativas a tres meses cayeron. Con todo esto, aunque el indicador de confianza de los industriales disminuyó levemente en octubre, mantiene una tendencia alcista con niveles que son favorables comparados con su promedio histórico. En el caso del comercio, la encuesta de Fedesarrollo indica que la situación actual de las ventas para los comerciantes sigue mejorando pero las perspectivas a seis meses han sido más pesimistas.

37. Dado lo anterior, el rango de pronóstico de crecimiento anual del PIB para 2015 presentado en este informe se mantiene entre 2,4% y 3,4%, con cifra más probable de 3,0%, y para el tercer trimestre entre 2,3% y 3,5%.

### **III. Comportamiento de la inflación y precios**

38. En el último mes la inflación anual al consumidor aumentó nuevamente, situándose en 5,89%, 54 puntos base (pb) más que el resultado de septiembre. La tendencia ascendente que muestra este indicador desde hace varios trimestres se acentuó a partir de agosto. El resultado de octubre volvió a superar las predicciones del mercado y de la SGEE (**Cuadro 1**). Así, la variación mensual fue 0,68% frente a 0,39% prevista por los analistas del mercado. El aumento de la inflación anual en este mes fue liderado por los alimentos perecederos y por los bienes transables sin alimentos ni regulados. La sub-canasta de regulados fue la única que ejerció presiones a la baja.

39. Para el año corrido, la variación del IPC asciende a 5,47%. El aumento de la inflación anual entre diciembre del año pasado y octubre, se explica en un 52,7% por el aumento de los precios de los alimentos, en especial por los procesados. Le sigue el componente del IPC transable sin alimentos ni regulados, cuya contribución fue de 45,4% y el IPC de no transables sin alimentos ni regulados que aportó 13,7% de la aceleración en la inflación anual. La contribución del IPC de regulados fue negativa (-11,8%) (**Cuadro 1**).

40. La inflación básica también se incrementó de manera importante en octubre. Según el promedio de los cuatro indicadores analizados por el Banco de la

República, la cifra para este mes ascendió a 5,11% frente a 4,89% de un mes atrás. (**Cuadro 1**). Este nivel es el máximo desde marzo de 2009 (5,27%). En octubre todos los indicadores superaron el rango meta de inflación y aumentaron con respecto a septiembre, siendo el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos y el IPC sin alimentos ni regulados los de mayor nivel, con 5,54% y 5,21%, respectivamente. Por su parte, el IPC sin alimentos cerró en 4,75% (el de menor nivel) y el Núcleo 20 en 4,94% (**Cuadro 1**)

**Cuadro 1**

**Comportamiento de la inflación  
a octubre de 2015**

Descripción	Ponderación						Participación	Participación
		dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	oct-15	en porcentaje en la aceleración del mes	en porcentaje en la aceleración del año corrido
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>3,66</b>	<b>4,56</b>	<b>4,42</b>	<b>5,35</b>	<b>5,89</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>71,79</b>	<b>3,26</b>	<b>3,46</b>	<b>3,72</b>	<b>4,58</b>	<b>4,75</b>	<b>22,38</b>	<b>47,27</b>
Transables	26,00	2,03	3,46	4,17	5,90	6,42	<b>22,16</b>	45,41
No transables	30,52	3,38	3,56	3,98	4,27	4,34	<b>4,55</b>	13,67
Regulados	15,26	4,84	3,25	2,55	3,30	3,14	<b>-4,33</b>	-11,81
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>4,69</b>	<b>7,37</b>	<b>6,20</b>	<b>7,30</b>	<b>8,80</b>	<b>77,62</b>	<b>52,73</b>
Perecederos	3,88	16,74	21,57	10,73	14,95	21,54	50,30	12,81
Procesados	16,26	2,54	5,99	6,00	6,71	7,39	18,55	32,98
Comidas fuera del hogar	8,07	3,51	3,59	4,45	4,73	5,28	8,76	6,94
<b>Indicadores de inflación básica</b>								
Sin Alimentos		3,26	3,46	3,72	4,58	4,75		
Núcleo 20		3,42	3,70	4,24	4,73	4,94		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		2,76	3,95	4,54	5,28	5,54		
Inflación sin alimentos ni regulados		2,81	3,52	4,06	4,95	5,21		
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>		<b>3,06</b>	<b>3,65</b>	<b>4,14</b>	<b>4,89</b>	<b>5,11</b>		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

41. Dentro del IPC sin alimentos ni regulados, la variación anual del segmento transable (6,42%), ha aumentado continuamente desde agosto de 2014, habiéndose acentuado esta tendencia en los últimos tres meses (**Cuadro 1**). Como se ha manifestado en informes anteriores, este comportamiento refleja la depreciación del peso con respecto al dólar principalmente.

42. Desde julio de 2014 hasta octubre de 2015, la tasa de cambio del peso acumuló una depreciación de 58,4% contra el dólar, ajuste que se ha transmitido al IPC de transables sin alimentos ni regulados, produciendo un aumento acumulado en este índice de 6,7%, para ese mismo periodo. De esta forma, la transmisión de la depreciación del peso a los precios transables (sin alimentos ni regulados) asciende al 12,0%. Esta elasticidad, aunque más alta que la de los dos períodos de depreciación inmediatamente anteriores (2006 y 2008/2009), no supera la calculada para el periodo 2002/2003 (32,0%). Es importante resaltar que la depreciación del peso contra las monedas de otros países, de donde también se importan bienes de consumo, ha sido menor que la observada contra el dólar.

43. En octubre, las alzas en la canasta de transables nuevamente cobijaron una gran parte de sus rubros, destacándose los ajustes de vehículos, varios ítems de aseo personal, lavadoras, neveras y relojes, todos los cuales registran variaciones anuales que superan el 10,0%.
44. Respecto al IPC de no transables (sin alimentos ni regulados) su variación anual en octubre fue de 4,34%, un poco más alto que lo esperado por la SGEE y 7 pb más que en el mes anterior (**Cuadro 1**). Este aumento obedeció especialmente a arriendos, dada su alta ponderación. La variación anual de este ítem pasó de 3,6% a 3,7%. Sin embargo también hubo incrementos en boletería de fútbol, servicios culturales y seguros de vehículos, entre otros.
45. La variación anual del grupo regulados cayó de 3,30% en septiembre a 3,14% en octubre (**Cuadro 1**). Este comportamiento se explica en especial por combustibles, cuyo precio se redujo en los últimos dos meses, permitiendo que la variación anual de este ítem pasara de -6,2% en septiembre a -7,3% en octubre. El transporte público también aportó a la caída, pasando de 4,6% a 3,7%. En contraste, los servicios públicos se aceleraron de 5,9% en septiembre a 6,8% en octubre.
46. Es importante aclarar que las tarifas de todos los servicios públicos subieron y podrían continuar haciéndolo en lo que resta de año. En acueducto se esperan alzas en noviembre y diciembre porque recién se acumuló una variación del IPC total de 3 pp desde el último reajuste de tarifas, lo cual activa el mecanismo de indexación en la fórmula de regulación. En energía, como respuesta a los posibles efectos del fenómeno de El Niño sobre la generación eléctrica, a finales de octubre el Ministerio de Minas y Energía incrementó el kilowatio/hora en 7 pesos. Según esta fuente, ello equivaldría a un ajuste adicional promedio de 1,75% en las tarifas, el cual se comenzará a aplicar en los recibos de diciembre. En el caso del gas, la declinación de la producción, la depreciación, la mayor demanda de las termoeléctricas y los problemas en el transporte han incrementado las tarifas considerablemente, al punto que su ajuste anual en octubre alcanzó 23,3%.
47. En octubre la variación anual de alimentos (8,8%) aumentó con respecto a septiembre (7,30%), superando la previsiones de la SGEE. Los incrementos se presentaron en todos los segmentos de este grupo, liderados por los alimentos perecederos, los cuales se ajustaron 15,0% en septiembre frente al 21,5% en octubre. De acuerdo con información suministrada por la Sociedad Colombiana de Agricultores (SAC), el déficit de lluvias que se habría

presentado en meses anteriores debido a la presencia del fenómeno de El Niño ha afectado la productividad de varios cultivos, incluida la papa, generando reducciones en el área sembrada y produciendo aplazamientos de cosechas en ciertas regiones. Esto explicaría, en parte, las alzas de precios de productos perecederos que se han observado recientemente y que podrían seguirse presentando en los próximos meses.

48. Por su parte, los alimentos procesados pasaron de 6,7% en septiembre a 7,4% en octubre, impulsados por los rubros con alto componente importado (cereales y aceites) que estarían siendo afectados por la depreciación. Las comidas fuera del hogar pasaron de 4,7% a 5,3%, lo cual estaría recogiendo los mayores costos asociados con los altos precios de alimentos y los reajustes de los servicios públicos, especialmente.
49. En cuanto a los costos no laborales, aproximados por el IPP, la inflación anual al productor de oferta interna (producidos y consumidos más importados) cerró en 8,7% en el último mes frente a 8,2% en septiembre. Este comportamiento se explica por la caída del ajuste anual del componente importado (de 22,8% en septiembre a 19,0% en octubre), a su vez relacionado con la apreciación del peso en este último mes. En contraste, la variación anual del componente local del IPP (4,8%) creció 58 pb con respecto al mes de septiembre.
50. En cuanto a los salarios, con información a septiembre y octubre, estos siguen mostrando ajustes anuales compatibles con el rango meta de inflación. Los de la construcción pesada (3,8%) y de vivienda (4,2%) se mantuvieron sin cambios de importancia durante octubre. Los del comercio al por menor, por su parte, presentaron una ligera desaceleración desde cerca de 4,0% en agosto a 3,7% en septiembre.
51. Las expectativas de inflación para diciembre de este año obtenidas a partir de la encuesta mensual a analistas financieros, aumentaron de manera importante entre octubre (5,58%) y noviembre (6,24%). La inflación esperada a doce meses obtenida de la misma encuesta, igualmente subió de 4,12% en octubre a 4,41% en noviembre, mientras que la esperada a veinticuatro meses pasó de 3,46% a 3,55%. Por su parte, en promedio para lo corrido de noviembre<sup>2</sup> (hasta el día 24) frente a los datos promedio de octubre, las inflaciones implícitas que se extraen de los TES en pesos y UVR (Breakeven Inflation, BEI) han aumentado para plazos a 2, 3, 5 y 10 años (25 pb, 21 pb, 20 pb, y 31

---

<sup>2</sup> Respecto a la última JDDB y con datos hasta el 24 de noviembre, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de +10 p.b., -3 p.b., -9 p.b. y +10 p.b., respectivamente. De esta manera, al 24 de noviembre se ubican en 4,73%, 4,60%, 4,55% y 4,73%, respectivamente.

pb, respectivamente). De esta manera, los BEI a 2, 3, 5 y 10 años fueron 4,77%, 4,67%, 4,61% y 4,71%, respectivamente<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Estos indicadores de inflación esperada pueden verse distorsionados por las primas de liquidez de los títulos de tasa fija y UVR, y la prima de riesgo de inflación.