



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 2015

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. En lo corrido de junio, el promedio del precio internacional del petróleo se ubica ligeramente por debajo de lo observado en mayo, aunque continúa por encima de los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República. La decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de no reducir su cuota de producción, la apreciación del dólar y la menor demanda por este bien explican gran parte de esta caída.
2. Por otra parte, las cotizaciones del níquel y de otros metales exportados por algunos países de la región han caído, y los precios del café y de algunos alimentos que importa Colombia se mantienen en niveles bajos.
3. La dinámica reciente de los precios de los bienes que exporta e importa el país indica que en 2015 los términos de intercambio serán bastante menores frente al año anterior y similares a los registros de comienzos de 2009. Esto último continuará afectando de forma negativa la dinámica del ingreso nacional.
4. Los registros más recientes de la actividad económica mundial muestran que el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia para 2015 sería menor que el del año anterior y que el proyectado por el equipo técnico del Banco de la República en el *Informe sobre Inflación* de marzo. Las cifras disponibles para el segundo trimestre sugieren que la reactivación de la actividad real en Estados Unidos sería más débil que lo esperado, mientras la zona del euro habría continuado expandiéndose a tasas muy modestas. Entretanto, la economía de China seguiría desacelerándose.
5. En Estados Unidos, las cifras a mayo de las ventas al detal y del mercado de vivienda presentaron algunas mejoras, aunque siguen creciendo a unas tasas moderadas. Mientras tanto, la producción industrial siguió desacelerándose. En el mercado laboral, la creación de empleo continúa a un ritmo favorable, con lo que la tasa de desempleo en mayo se ubicó en niveles bajos (5,5%). Con respecto a la inflación, su registro anual pasó de -0,2% en abril a 0% un mes adelante, gracias, en gran parte, al alza en el precio de los combustibles. Al excluir energía y alimentos, la inflación disminuyó en 0,1 puntos porcentuales y se situó en 1,7%.
6. En este contexto, el comunicado de prensa y las proyecciones de los miembros del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal (Fed) sugieren que la tasa de interés de referencia podría

subir hacia finales del año, pero que los incrementos se darían de manera más gradual que lo indicado en la reunión de marzo.

7. En la zona del euro, las cifras de actividad real, los indicadores de confianza y las encuestas industriales para el segundo trimestre, sugieren que la economía habría continuado reactivándose lentamente. No obstante, la posibilidad de que Grecia incumpla con sus obligaciones crediticias ante la ausencia de un acuerdo con sus acreedores, presenta un riesgo cada vez mayor para la recuperación económica de la región. Respecto a la inflación anual, en mayo aumentó a 0,3% como consecuencia, principalmente, del aumento en el precio de los combustibles. Al excluir alimentos y combustibles, la inflación básica se ubicó en 0,9%.
8. En China las cifras de mayo indican que la actividad económica continuó mostrando un muy bajo dinamismo relativo a su historia: La expansión anual de la producción industrial y de las ventas al detal se mantuvo en los niveles bajos de 2008, mientras la inversión en activos fijos presentó una clara tendencia decreciente. Por otra parte, la inflación anual en mayo se redujo a 1,2%.
9. En América Latina, las cifras de actividad económica para abril sugieren que se daría alguna recuperación en Chile y Perú durante el segundo trimestre. No obstante, estas economías continuarían expandiéndose a tasas relativamente modestas. Por su parte, los registros para Brasil indican una mayor caída.
10. Los registros de inflación a mayo en las economías de América Latina continuaron mostrando un comportamiento heterogéneo. En Chile y México se redujeron y se ubicaron dentro del rango meta de sus respectivos bancos centrales, en tanto que en Perú se incrementaron. Por su parte, la variación anual de los precios en Brasil sigue alta y con tendencia creciente.
11. En cuanto a los mercados financieros internacionales, las tasas de los bonos de largo plazo de los principales países de la zona del euro y de los Estados Unidos se incrementaron en las primeras semanas de junio, gracias a que se estima que continuaría la recuperación económica en Europa y a los buenos registros de empleo en Estados Unidos. No obstante, estas tasas han mostrado algunos retrocesos en los últimos días como consecuencia de una mayor aversión al riesgo ante la incertidumbre generada por la situación griega. En este contexto, el dólar se ha apreciado en lo corrido de junio frente a lo observado en el promedio de mayo.

12. En América Latina, el promedio de las primas de riesgo se incrementó ligeramente en lo corrido de junio, mientras que las monedas de la región se han depreciado. En el caso del peso colombiano, el valor promedio para lo corrido de junio es de COP 2.558 por dólar, lo cual representa una depreciación de 4,8% frente a mayo.

a. Exportaciones e importaciones

13. En abril las exportaciones totales registraron una caída anual de 25,6%, explicada por un descenso generalizado en los principales rubros: La disminución en bienes de origen minero fue de 35,9%, y las ventas externas del rubro resto de exportaciones y del de bienes de origen agrícola presentaron variaciones de -3,2% y -3,3%, respectivamente. La caída en el rubro de bienes mineros se asocia a las menores exportaciones de crudo (-44,3%) y productos de la refinación del petróleo (-48,7%). Por su parte las exportaciones de bienes agrícolas registraron caídas tanto en café (-19,3%) como en flores (-5,6%).

14. Dentro del resto de exportaciones se registraron disminuciones significativas en alimentos y bebidas (-14,8%) y vehículos (-42,9%). En el primer caso, se destacan las caídas registradas hacia Holanda (-58,3%) y Venezuela (-25,9%). En el caso de vehículos, las principales caídas se dieron hacia México (-96,9%) y Perú (-44,5%). Se resalta que las exportaciones del resto de productos hacia Estados Unidos crecieron 0,2%, y hacia Ecuador tuvieron un incremento de 6%.

15. En lo corrido del año a abril las exportaciones totales cayeron 28,9%. A esta caída contribuyeron las exportaciones de bienes de origen minero (-40,2%) y del resto de productos (-9,4%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola tuvieron un crecimiento de 16,9%. La variación negativa de las exportaciones de bienes de origen minero se debió al menor valor exportado de crudo (-47,1%), refinados (-60,5%) y oro (-37,8%). Dentro del resto de exportaciones se destacan las caídas en alimentos y bebidas (-9,1%), productos químicos (-3,3%), carne (-61,7%) y papel (-18,2%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola crecieron gracias a los aumentos en café (28,9%), banano (10,8%) y flores (2,8%).

16. En abril, las importaciones totales CIF registraron una variación anual de -18,2%. Esta disminución obedece al descenso de las importaciones de bienes capital (-23,2%), intermedios (-17,5%) y de consumo (-12,3%). En el caso de las importaciones de bienes capital, la caída se explica en gran medida por las

disminuciones registradas en equipo de transporte (-48,6%) y bienes de capital para la industria (-12%).

17. Las importaciones de materias primas y productos intermedios registraron disminuciones significativas en materias primas para la industria (-17,2%) y combustibles y lubricantes (-21,6%). Las menores importaciones de bienes de consumo se explican por las caídas en las compras de bienes durables (-16,5%) y no durables (-7,8%).
18. En lo corrido del año a abril las importaciones CIF cayeron 8,1%. Esta caída se explica por las disminuciones en las importaciones de bienes de intermedios (-16%), bienes de consumo (-2%) y bienes de capital (-1%). La principal caída dentro de bienes intermedios se registró en combustibles y lubricantes (-39,5%), mientras la caída en bienes de consumo se explica por la disminución de 6,7% en bienes de consumo duradero. La caída en bienes de capital se explica en gran parte por descenso de 9% en las compras de bienes de capital para la industria.

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

19. Según la más reciente información publicada por el DANE, durante el primer trimestre del año la economía colombiana tuvo una tasa anual de crecimiento de 2,8%, lo que representó una desaceleración con respecto a lo observado hacia finales de 2014. Esta cifra fue similar al punto medio del rango de crecimiento presentado por el equipo técnico en el anterior *Informe sobre Inflación* trimestral (entre 2,0% y 3,5%, con 2,7% como cifra más probable). El crecimiento entre trimestres fue del 0,8%, lo que en términos anualizados corresponde a un incremento del 3,3%.
20. Por el lado del gasto, la demanda interna se desaceleró frente al registro del cuarto trimestre del año pasado, al tiempo que las exportaciones netas continuaron contribuyendo negativamente. En el primer caso, el menor crecimiento obedeció principalmente a una menor dinámica del consumo público. El consumo privado y la inversión también se desaceleraron, aunque en menor medida (**Cuadro 1**). En términos generales, se esperaba un menor crecimiento de las importaciones en pesos contantes, que a su vez fuera el resultado de una moderación importante de la inversión. Sin embargo, la desaceleración de la formación bruta de capital fijo no se materializó al ritmo previsto en el anterior *Informe sobre Inflación*.

Cuadro 1

	2013	2014				2014	2015
	Año completo	I. Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año completo	I. Trim.
Consumo Total	5.0%	5.3%	4.3%	4.4%	4.9%	4.7%	3.3%
Consumo de Hogares	3.8%	4.2%	3.8%	4.1%	5.3%	4.4%	3.9%
Bienes no durables	3.2%	3.7%	3.0%	3.9%	4.8%	3.8%	3.4%
Bienes semidurables	2.7%	4.0%	3.6%	3.4%	7.3%	4.6%	4.2%
Bienes durables	7.4%	4.1%	4.9%	8.1%	13.0%	7.6%	3.0%
Servicios	4.3%	5.0%	4.1%	4.0%	4.1%	4.3%	4.0%
Consumo Final del Gobierno	9.2%	9.5%	6.6%	5.3%	3.8%	6.2%	2.3%
Formación Bruta de Capital	5.6%	14.5%	13.3%	10.4%	8.8%	11.7%	7.2%
Formación Bruta de Capital Fijo	6.0%	13.3%	8.6%	11.8%	10.1%	10.9%	6.0%
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	-5.7%	3.6%	3.0%	4.7%	7.1%	4.6%	-2.3%
Maquinaria y equipo	0.2%	14.4%	7.8%	14.6%	12.2%	12.2%	1.5%
Equipo de transporte	-8.5%	5.2%	11.1%	14.9%	16.6%	12.1%	30.3%
Construcción y edificaciones	11.1%	7.1%	1.2%	15.3%	7.5%	7.8%	2.2%
Obras civiles	10.8%	25.9%	13.6%	6.6%	3.6%	12.1%	6.9%
Servicios	4.1%	5.9%	1.7%	4.9%	1.5%	3.5%	1.8%
Demanda interna	5.1%	7.8%	6.0%	5.9%	5.8%	6.3%	4.2%
Exportaciones Totales	5.3%	3.1%	-12.1%	4.2%	-0.6%	-1.7%	1.3%
Importaciones Totales	6.4%	9.0%	5.0%	8.1%	14.4%	9.2%	8.1%
Producto Interno Bruto	4.9%	6.5%	4.1%	4.2%	3.5%	4.6%	2.8%

Fuente: DANE Cálculos Banco de la República

21. Por el lado de la oferta los sectores que más crecieron fueron el comercio, la construcción y el financiero. La industria y la minería presentaron retrocesos anuales (**Cuadro 2**). Tanto el PIB de transables como el de no transables se desaceleraron nuevamente: el primero pasó de 0,8% a 0,3%, mientras que el PIB no transable pasó de 5,3% a 4,4%.

Cuadro 2

	2014					2015
	I	II	III	IV	Anual	I
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	6.1	0.4	2.0	0.7	2.3	2.3
Explotación de minas y canteras	6.0	(2.1)	(1.2)	(3.3)	(0.2)	(0.1)
Industrias manufactureras	4.0	(1.7)	(0.7)	(0.5)	0.2	(2.1)
Suministro de electricidad, gas y agua	4.5	3.7	4.0	3.0	3.8	2.0
Construcción	14.0	8.7	10.9	6.1	9.9	4.9
Edificaciones	7.0	1.0	14.2	7.3	7.4	2.1
Obras civiles	24.5	14.6	6.7	4.2	12.0	7.0
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5.4	4.1	4.4	4.4	4.6	5.0
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4.9	4.3	4.2	3.2	4.2	2.8
Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y de alquiler de bienes muebles ajenos	5.4	5.5	4.5	4.1	4.9	4.4
Actividades de servicios sociales, comunales y personales	7.4	5.4	4.7	4.4	5.5	3.0
Total impuestos	7.5	8.2	7.4	8.2	7.8	4.3
PIB	6.5	4.1	4.2	3.5	4.6	2.8

22. La poca información disponible sobre la actividad económica para el segundo trimestre del año sugiere que el PIB habría continuado expandiéndose a un ritmo lento.
23. De acuerdo con la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas totales al por menor sin combustibles cayeron 0,5% anual en abril de 2015 frente a 5,5% anual de los primeros tres meses del año. Ello apoya las menores previsiones del consumo privado para el segundo trimestre con respecto a lo observado hacia finales de 2014 y comienzos de 2015. Al descontar las ventas de vehículos también se registró una desaceleración durante el mismo mes, a 3,2% frente a 8,1% del primer trimestre.
24. Por su parte, las ventas de vehículos reportadas en la misma encuesta cayeron en abril 16,2% anual. Afín con lo anterior, las cifras publicadas por el Comité Automotor Colombiano (CAC) confirman que en mayo las ventas al detal de automóviles cayeron 13,2% anual (-8,9% solo para automóviles particulares). Una caída de mayor magnitud se observó para el caso de las ventas mayoristas de vehículos, las cuales registraron un retroceso de 19,4% frente al mismo mes de 2014.
25. En abril el comportamiento del balance de la pregunta de situación de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República no mostró variaciones significativas con respecto al dato de marzo.

De mantenerse esta situación, se registraría nuevamente una desaceleración del consumo privado durante el segundo trimestre de 2015.

26. En cuanto al mercado laboral, aunque la tasa de desempleo (TD) continuó mostrando descensos anuales importantes en las series trimestre-móvil, también se presentaron incrementos anuales en el mes de abril. Debe tenerse en cuenta que las series mensuales contienen un error estadístico mayor.
27. Con información al trimestre móvil terminado en abril es posible afirmar que las caídas de la TD son explicadas por incrementos del empleo asalariado. Por otra parte, en general los ajustes salariales se encuentran en niveles que no amenazan el cumplimiento de la meta de inflación.
28. La confianza de los consumidores en mayo mostró una leve recuperación frente a lo registrado en abril y marzo, de acuerdo con la información publicada por Fedesarrollo. No obstante, el nivel del indicador continúa por debajo de su promedio calculado desde 2001. Los índices de condiciones económicas (ICE) y de expectativas de los consumidores (IEC) se ubicaron en un nivel cercano al promedio registrado para el primer trimestre.
29. Por otra parte, en mayo continuó la desaceleración del ritmo de crecimiento del crédito de los hogares. La cartera de consumo (en términos nominales) se expandió 12,6% en dicho mes, cifra menor que lo registrado en abril (13,0%) y que el promedio para el primer trimestre del año.
30. Con respecto a los indicadores de inversión, en abril el balance de expectativas de inversión de la EMEE sugiere que la formación bruta de capital fijo, distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles, podría registrar nuevas desaceleraciones.
31. Por su parte, las cifras con corte a mayo de las ventas al detal de vehículos de trabajo reportadas por el CAC sugieren que la inversión en equipo de transporte (distinta de aquella destinada a aviones) podría registrar un menor dinamismo durante el segundo trimestre del año.
32. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial manufacturera del DANE cayó 3,6% anual en abril, cifra inferior a la esperada por el equipo técnico del Banco (-1,4%). El componente tendencial de la serie muestra una contracción importante del sector. En lo corrido del año, la caída está alrededor de 2,4%. Al excluir la refinación de petróleo, el resto de la industria manufacturera presentó una caída de 2,1% en abril, pero en el año corrido

muestra un leve aumento (0,5%). Aunque la tendencia de esta serie no es decreciente como en el caso anterior, sí sugiere un estancamiento que acumula un año.

33. En la industria manufacturera se destaca la heterogeneidad en los resultados en las sub-ramas: Mientras que refinación de petróleo (-11.1%), otros productos alimenticios (-15,1%) y bebidas (-6,2%) reportaron retrocesos importantes, otras actividades relacionadas con sustancias químicas (18%) y productos farmacéuticos (10,4%) presentaron incrementos significativos. En abril, 23 de los 39 sub-sectores mostraron una caída en la producción.
34. En lo que respecta a la construcción, en abril la producción de cemento creció 2,7% pero desaceleró de manera importante frente al trimestre anterior (7,8%). No obstante, el componente tendencial continúa creciendo. Algo similar ocurre con los despachos, los cuales crecieron 4,4% frente al 8,1% del trimestre anterior. Por el contrario, las estadísticas de producción de concreto, con información a abril, muestran un desempeño más favorable con un crecimiento anual de 3,5%, cuando en el primer trimestre fue de 2,1% en promedio.
35. En mayo, la demanda de energía total aumentó 3,9% frente al mismo mes del año pasado. El componente tendencial mejoró levemente y continúa mostrando una pendiente positiva. Por su parte, la demanda de energía de la industria cayó anualmente 4,1% y su componente tendencial muestra una contracción significativa.
36. En lo que respecta a la minería, la producción de petróleo creció 7,9% anual en mayo y se por octavo mes consecutivo se mantuvo por encima del millón de barriles (1.025.000). En lo corrido del año, la producción promedio se ubica en 1.026.500 barriles diarios, cifra superior a la contemplada en el escenario central de pronóstico del PIB (1.020.000). Cabe señalar, que el comportamiento favorable de la producción podría verse afectado en junio por algunos atentados a la infraestructura.
37. Por otra parte, según la información de la Federación Nacional de Cafeteros, la producción de café se incrementó en 11,1% en mayo frente al mismo mes de 2014. En lo corrido del año la producción es levemente superior a los cinco millones de sacos, lo cual representa una expansión anual de 8,9%.
38. Dado lo anterior, se prevé que la actividad económica se expandiría a un ritmo moderado durante el segundo trimestre del año. Al mal momento de la

industria y al comportamiento mediocre de las ventas al por menor registrado recientemente, se suma el posible impacto que tengan los atentados recientes a la infraestructura petrolera sobre el dinamismo del sector minero y las exportaciones de petróleo. Todo ello confirmaría algunos de los sesgos a la baja en el crecimiento presentados en el informe trimestral anterior. Sin embargo, la información es aún insuficiente, y se deberá revisar el alcance de estos eventos sobre las cifras de crecimiento del PIB durante el proceso de elaboración del próximo Informe Trimestral sobre Inflación.

III. Comportamiento de la inflación y precios

39. En mayo, la inflación anual al consumidor cayó después de ocho meses de aumentos consecutivos. La cifra para este mes, 4,41%, fue menor en 23 puntos base (pb) al dato del mes pasado (**Cuadro 3**). Para el año corrido, el aumento del IPC asciende a 3,2%. Tanto los analistas del mercado como la SGEE esperaban un descenso, aunque el resultado final fue menor al previsto. Así, la variación mensual ascendió a 0,26%. frente a un pronóstico de 0,32% de los analistas.
40. La reducción de la inflación anual al consumidor en mayo fue posible gracias a una disminución de la variación anual del precio de los alimentos. Para las otras tres canastas principales en que la SGEE descompone el IPC (regulados, transables y no transables) se observó una aceleración.
41. En mayo la inflación básica siguió aumentando. El promedio de los cuatro indicadores estimados por el Banco se situó en 3,99%, frente al 3,84% del mes anterior. En esta oportunidad todos los indicadores aumentaron: con el IPC sin alimentos perecederos, combustibles y servicios públicos y junto con el núcleo 20 sostuvieron registros por encima del techo del rango meta. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados se situó en 3,8%, mientras que la de sin alimentos alcanzó 3,7%, esta última 28 pb más que el dato del mes anterior (**Cuadro 3**).

Cuadro 3

**Comportamiento de la inflación
a mayo de 2015**

Descripción	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	may-15	Participación en porcentaje	
											en la desaceleración del mes	en la aceleración del año corrido
Total	1,94	2,51	2,79	2,86	3,66	3,82	4,36	4,56	4,64	4,41	100,00	100,00
Sin alimentos	2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,20	3,41	3,46	3,44	3,72	-83,81	42,21
Transables	1,40	1,65	1,94	1,59	2,03	2,28	3,26	3,46	3,64	3,73	-9,05	52,65
No transables	3,76	3,55	3,45	3,26	3,38	3,47	3,50	3,56	3,67	3,83	-22,49	18,93
Regulados	1,05	2,21	2,14	3,25	4,84	4,01	3,47	3,25	2,68	3,45	-52,27	-29,37
Alimentos	0,86	2,23	3,11	3,25	4,69	5,41	6,77	7,37	7,70	6,16	183,81	57,79
Perecederos	-0,16	3,17	8,92	7,61	16,74	16,78	19,68	21,57	16,99	8,34	146,18	-34,37
Procesados	-0,24	0,92	1,44	2,14	2,54	3,70	5,62	5,99	7,00	6,55	28,63	81,10
Comidas fuera del hogar	3,26	4,13	3,52	3,23	3,51	3,60	3,34	3,59	4,68	4,45	9,00	11,05
Indicadores de inflación básica												
Sin Alimentos	2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,20	3,41	3,46	3,44	3,72		
Núcleo 20	2,72	2,86	3,04	2,89	3,42	3,58	3,62	3,70	3,97	4,06		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs	2,19	2,53	2,53	2,39	2,76	3,12	3,69	3,95	4,29	4,38		
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,74	2,81	2,55	2,81	2,97	3,40	3,52	3,65	3,79		
Promedio indicadores inflación básica	2,51	2,69	2,76	2,63	3,06	3,22	3,53	3,65	3,84	3,99		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

42. Dentro del IPC sin alimentos, sobresalió la aceleración de la variación anual de regulados, debido sobre todo al aumento de las tarifas de energía y en menor medida de las de gas domiciliario. Los ajustes anuales en ambos casos son altos (7,9% y 13,4%, respectivamente). A diferencia de las tarifas de gas que han aumentado de manera importante en lo corrido del año, en energía los incrementos que explican la alta variación anual se efectuaron en la segunda mitad del año pasado. Cabe señalar que los ajustes en las tarifas de energía han sido altamente volátiles por lo que es difícil identificar su tendencia. Por otro lado, hasta la fecha no es posible afirmar que la presencia del fenómeno de El Niño esté incidiendo en la formación de los precios de los servicios públicos, aunque este es un riesgo que podría materializarse en la segunda mitad del año.

43. En mayo también se presentaron alzas de cierta consideración en los precios de los bienes y servicios no transables (sin alimentos ni regulados) que no fueron anticipadas. Los incrementos se registraron en arriendos, seguros de vehículos, servicios relacionados con diversión (boletas de fútbol) y servicios relacionados con el cuidado personal entre otros ítems. Debido a ello, la variación anual de esta sub canasta aumentó a 3,8% (16 pb más que el mes pasado) (**Cuadro 3**).

44. Desde finales del año pasado la variación anual del IPC de no transables ha presentado aumentos que han resultado mayores que las previsiones de la SGEE. Tres factores explican este comportamiento: el primero de ellos

asociado con ajustes puntuales en algunos rubros del IPC (sobre todo boletas de fútbol) que pueden asimilarse a choques transitorios; el segundo, relacionado con la depreciación del peso, a través de varios precios (como los de muebles y servicios de TV) que, encontrándose en la canasta de no transables, resultan influenciados por los movimientos del tipo de cambio. Y el tercero estaría asociado con el aumento de las expectativas de inflación y con la persistencia de fenómenos de indexación, factores que pesarían más en rubros de servicios como educación y salud. Con la información disponible no es claro que las alzas en el grupo de no transables y regulados obedezcan principalmente a presiones de demanda. El equipo técnico del Banco de la República estima una brecha del producto ligeramente negativa para comienzos de 2015.

45. En mayo la variación anual del IPC de transables (sin alimentos ni regulados) se aceleró a 3,7%, desde 3,6% del mes anterior. Este resultado fue similar a lo proyectado por los modelos de corto plazo de la SGEE. Este indicador ha aumentado de manera gradual desde septiembre del año pasado, cuando se situaba en 1,6%, en respuesta a la depreciación del peso. En esta oportunidad aumentaron los precios de periódicos, electrodomésticos, vehículos, artículos electrónicos y bebidas alcohólicas, entre otros.
46. La variación anual de alimentos presentó un descenso importante en el último mes, luego de varios meses consecutivos de alzas. El dato para mayo ascendió a 6,2% (**Cuadro 3**), cayendo 154 pb frente a abril.
47. El grueso del descenso en esta canasta durante mayo se concentró en los alimentos perecederos (a 8,3% desde 18,0% en abril). En especial, se presentaron caídas en los precios de la papa y otros tubérculos y en los de varias frutas y hortalizas, los cuales revertieron parcialmente las alzas de meses anteriores. También, disminuyó la variación anual del IPC de alimentos procesados y la del IPC de comidas fuera del hogar. En el primer caso, gracias a una disminución en el precio del arroz (aunque pequeña comparada con los aumentos anteriores), y leves ajustes en los precios de las carnes y la leche. Sin embargo, en esta subcanasta vale la pena destacar que los precios de los alimentos de origen importado, como cereales y aceites, volvieron a incrementarse a tasas mayores que en el pasado, lo que guarda relación con la depreciación acumulada del peso.
48. En el contexto anterior, las expectativas de inflación para finales de este año permanecieron relativamente estables a diferentes horizontes. La encuesta mensual realizada por el Banco de la República a analistas del mercado

financiero muestra una inflación esperada promedio de 3,88% para diciembre de 2015, frente a una cifra de 3,92% obtenida el mes anterior. Para un horizonte de doce meses, la inflación esperada es de 3,17%, muy similar a la encuesta pasada (3,16%). De igual manera, las expectativas a dos años obtenidas a partir de la misma encuesta se mantuvieron en 3,0%. Por otro lado, las expectativas de inflación derivadas de la curva de los TES para 2, 3 y 5 años han disminuido en lo corrido de junio, 6,6 pb, 5,1 pb y 0,5 pb, respectivamente, frente a los datos promedio de mayo. Para el horizonte a 10 años aumentaron 7,4 pb. De esta manera, los valores a 2, 3, 5 y 10 años se ubicaron en 3,31%, 3,19%, 3,25% y 3,89%, respectivamente.

49.Las presiones inflacionarias originadas en los costos de producción no laborales han cedido en los últimos meses, a juzgar por el comportamiento del IPP. La variación anual descendió una vez más en mayo, situándose en 3,7% frente al resultado de un mes atrás (4,3%) y un máximo de 6,4% en enero de este año. Los descensos en esta variable se explican tanto por la canasta de importados, como por la de producidos y consumidos, incluido en este último grupo el IPP agropecuario.

50.Los costos laborales, por su parte, continúan siendo compatibles con la meta de inflación de acuerdo con la información disponible sobre salarios de la construcción y del comercio, los cuales se siguen ajustando a tasas de entre 4,0% y 4,5%.