



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

AGOSTO DE 2015

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. La principal noticia externa para Colombia proviene de la decisión de la Reserva Federal (Fed) en su reunión de septiembre, de no incrementar su tasa de referencia, contrario a lo esperado por el equipo técnico del Banco de la República en el Informe sobre Inflación de junio. De acuerdo con la información difundida, la decisión se explica por la mayor incertidumbre en el panorama internacional y por presiones inflacionarias menores que las esperadas. A pesar de ello, las proyecciones de los miembros del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Fed sugieren aumentos en la tasa de política en la última parte del año que continuarían gradualmente a futuro.
2. De otro lado, los precios internacionales de algunos bienes básicos en septiembre (al 22) mostraron algunos incrementos frente a lo observado el mes anterior. De esta forma, la cotización del crudo Brent aumentó 1,5%, en promedio, respecto a lo observado en agosto. Pese a esto, el precio promedio para septiembre (USD 48,24 por barril) continúa siendo bajo en comparación con lo observado en años anteriores, por lo que los términos de intercambio de Colombia permanecerían en niveles similares a los de comienzos de 2009.
3. Las cotizaciones del cobre y de otros metales registraron algunos incrementos frente al mes anterior. Por su parte, entre agosto y septiembre, el precio internacional del café, disminuyó y se mantiene en niveles relativamente bajos.
4. Los registros más recientes de la actividad económica mundial confirman que el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia para 2015 sería menor que el del año anterior. Las cifras disponibles para lo que va del tercer trimestre sugieren que la zona del euro habría continuado expandiéndose a tasas bajas, mientras que China seguiría desacelerándose. Entretanto, las economías de América Latina crecen a tasas menores a las observadas, en promedio, durante los últimos años. En contraste, la actividad real estadounidense presentó algunas mejoras, aunque no serían suficientes para compensar el bajo dinamismo de los demás socios comerciales del país.
5. En los Estados Unidos, las cifras a agosto de las ventas al detal sugieren que el gasto de los hogares habría seguido creciendo a un buen ritmo y el mercado de vivienda continuó mostrando algunas mejoras. Entretanto, la producción industrial siguió expandiéndose a tasas moderadas. En el mercado laboral, la creación de empleo continúa a un ritmo favorable, con lo que la tasa de

desempleo en agosto se redujo a 5,1%. Con respecto a la variación anual de los precios, se observó un leve incremento en la inflación total (0,2%), mientras que el indicador de inflación básica no presentó cambios al registrar 1,8%.

6. En la zona del euro, los indicadores de confianza y las encuestas industriales para agosto indican que la economía habría continuado expandiéndose a un ritmo modesto. Con respecto a la variación de los precios, los indicadores anuales de inflación total y básica se mantuvieron relativamente estables en niveles bajos, al registrar 0,1% y 0,9%, respectivamente.
7. En China, los indicadores a agosto de producción industrial, de inversión en activos fijos y de ventas al detal sugieren que la desaceleración de la actividad real continúa. Adicionalmente, la inflación anual se mantuvo en niveles bajos (2,0%). En este contexto, el banco central chino ha flexibilizado algunos requerimientos regulatorios, buscando evitar una fuerte desaceleración del crédito y de la liquidez disponible en el sistema financiero local.
8. En América Latina, los registros de actividad económica de Chile y Perú para el mes de julio sugieren alguna recuperación frente a lo observado en la primera parte del año, aunque siguen señalando un bajo dinamismo. La información para Brasil indica que continúa la contracción que inició el año anterior.
9. En cuanto a la inflación, en julio las economías de América Latina siguen mostrando un comportamiento heterogéneo, aunque predominan tendencias crecientes. En México se redujo y se ubicó en la parte baja del rango meta de su banco central. En contraste la variación anual de los precios en Chile y Perú se incrementó, como consecuencia, principalmente, de la depreciación de sus monedas. Por su parte, la variación anual de los precios en Brasil sigue alta y con una marcada tendencia creciente.
10. Los indicadores de volatilidad de los mercados financieros internacionales se redujeron desde los elevados niveles observados a finales de agosto, aunque continúan siendo relativamente altos. Por su parte, las tasas de los bonos de largo plazo de los Estados Unidos y de los principales países de la zona del euro presentaron algunas reducciones.
11. En el caso de América Latina, con datos al 23 de septiembre, se observó un ligero incremento en las primas de riesgo de la mayoría de países de la región, mientras sus monedas continuaron depreciándose frente al dólar. De esta

forma, las primas de riesgo de Colombia, medidas con los Credit Default Swaps a 5 años, aumentaron en lo corrido de septiembre, 11 puntos base (pb) en promedio frente a agosto, continuando en los niveles más altos desde 2009. Por su parte, el peso colombiano registró en lo corrido de septiembre una depreciación de 1,3% en promedio con respecto a agosto, pasando de COP 3.029,91 por dólar a COP 3.069,66 por dólar.

12. En lo que se refiere a las cuentas externas del país, durante el segundo trimestre de 2015 se registró un déficit en cuenta corriente de USD 4.319 m, nivel ligeramente superior al del mismo período del año anterior (USD 4.218 m). Como porcentaje del PIB se observó una importante ampliación (de 4,4% a 5,5%), dado el efecto de la fuerte depreciación de la moneda (30,5% anual para el promedio del segundo trimestre) en la valoración del PIB nominal en dólares. Frente a los resultados del primer trimestre de 2015, el déficit disminuyó USD 829 m.
13. El balance externo del segundo trimestre refleja un significativo deterioro de la balanza comercial con respecto al año anterior, producto de una contracción del valor de las exportaciones en dólares de 31,2% anual, frente a una disminución de las importaciones de 16,4%. Lo anterior estuvo compensado por un menor déficit en el balance de servicios no factoriales (por una reducción en las importaciones de servicios de transporte y empresariales) y menores egresos netos en la renta factorial.
14. El déficit en el segundo trimestre estuvo financiado por entradas netas de capitales (sin activos de reserva) por USD 4.206 m (5,3% del PIB), cifra inferior en USD 949 m a lo registrado un año atrás. Lo anterior refleja una reducción de 21,1% anual en los recursos de inversión directa neta y menores entradas de capital por inversión de cartera neta (-11,1% anual). Los recursos de otra inversión (préstamos y otros créditos) también disminuyeron durante este período (17,4%), debido a un menor endeudamiento neto tanto del sector público como del privado.
15. Frente a lo proyectado en el pasado Informe Trimestral de Inflación, el déficit fue mayor al estimado e implica una corrección del desbalance externo más lenta que la esperada.

a. Exportaciones e importaciones

16. Las exportaciones totales en dólares registraron una caída anual de 40,5% en julio, explicada por un descenso generalizado en el valor exportado de los principales rubros. La disminución en las de origen minero fue de 53%, la del rubro resto de exportaciones fue de 15,2% y la de los principales bienes de origen agrícola fue de 5,3%. La caída del primer ítem se asocia, principalmente, con las menores exportaciones de crudo (-56,9%) y carbón (-42,8%). En cuanto a las de principales bienes de origen agrícolas las flores (-16,9%) y banano (-16,7%) registraron caídas.
17. Dentro del resto de exportaciones se destacan las reducciones en productos químicos (-9%), vehículos (-54,5%) y productos textiles (-31,4%). Por destinos, sobresalen las caídas de 44,9% hacia Venezuela, de 34,9% hacia Ecuador, y de 1,4% a Estados Unidos.
18. En el acumulado del año a julio las exportaciones totales cayeron 32,6%, debido a la disminución de las ventas externas de bienes de origen minero (-43,9%) y del rubro resto de productos (-8,5%). En las primeras, la reducción se debió al menor valor exportado de crudo (-47,5%), refinados (-58,5%) y carbón (-25,3%). En las segundas se destacan las caídas en alimentos y bebidas (-12,6%), minerales no metálicos (-19,5%) y productos químicos (-2,4%). Por su parte, las exportaciones de bienes de origen agrícola tuvieron un crecimiento de 2,2% gracias al aumento registrado en café (15%).
19. En julio las importaciones CIF en dólares cayeron 18,3% en términos anuales, debido a una disminución generalizada de los principales grupos. En el caso de las de bienes de capital (-20,8%), la caída se explica por el comportamiento de equipo de transporte (-40%), bienes de capital para la industria (-11,1%) y materiales de construcción (-10,7%). Las de bienes intermedios (-16,6%) se vieron afectadas por los descensos en materias primas para la industria (-12,8%) y combustibles y lubricantes (-27,8%). En bienes de consumo (-17,8%) la reducción se dio por las menores compras tanto de bienes durables (-28,8%) como de no durables (-4,5%).
20. En lo corrido del año a julio las importaciones CIF cayeron 12,1% frente al mismo periodo de 2014, con disminuciones en los principales grupos. La caída de bienes intermedios (-17,2%) se asocia principalmente con el decrecimiento de 38,2% en combustibles y lubricantes y de 9,6% en materias primas para la industria. Dentro de bienes de capital (-7,8%), la mayor contribución a la disminución la tuvieron los destinados a la industria (-10,5%) y los materiales de construcción (-10,2%). En las importaciones de

bienes de consumo (-7,9%), los durables tuvieron una variación de -13,6% y los no durables -1,6%.

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

21. De acuerdo con la información más reciente de Producto Interno Bruto (PIB) publicada por el DANE, la economía colombiana se expandió a una tasa anual de 3,0% durante el segundo trimestre de 2015. Esta cifra, que se ubicó un poco por encima del punto medio del rango de pronóstico presentado por el equipo técnico del Banco de la República en el anterior Informe sobre Inflación (entre 2,0% y 3,5% con cifra más probable 2,7%), superó en algo el registro de los primeros tres meses del año (2,8%). El crecimiento entre trimestres fue 0,6%, lo que en términos anualizados corresponde a un incremento del 2,4% (versus el 3,3% observado un trimestre atrás).
22. Por el lado del gasto, de nuevo se registró un menor crecimiento de la demanda interna, resultado de una desaceleración de la dinámica del consumo –mayor para el caso del privado que del público– y de un ajuste importante de la inversión en maquinaria y equipo de transporte. La inversión en construcción se expandió a un ritmo superior al del resto de componentes del PIB (**Cuadro 1**). Por su parte, se observaron caídas tanto en exportaciones como en importaciones, con un aporte neto positivo de 0,2 pp al crecimiento del PIB.

Cuadro 1

| | 2014 | | | | 2014 | 2015 | |
|--|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-----------------|
| | I. Trim. | II Trim. | III Trim. | IV Trim. | Año completo | I. Trim. | II Trim. (Obs.) |
| Consumo Total | 5.2% | 4.4% | 4.4% | 4.9% | 4.7% | 3.5% | 2.9% |
| Consumo de Hogares | 4.1% | 3.8% | 4.1% | 5.3% | 4.4% | 4.0% | 3.4% |
| Bienes no durables | 3.6% | 3.1% | 3.9% | 4.8% | 3.8% | 3.8% | 3.6% |
| Bienes semidurables | 3.8% | 4.0% | 3.4% | 7.2% | 4.6% | 4.2% | 1.9% |
| Bienes durables | 4.2% | 5.1% | 8.1% | 12.8% | 7.6% | 3.0% | -0.4% |
| Servicios | 4.8% | 4.1% | 4.1% | 4.2% | 4.3% | 4.1% | 4.1% |
| Consumo Final del Gobierno | 9.4% | 6.7% | 5.3% | 3.8% | 6.2% | 2.2% | 1.8% |
| Formación Bruta de Capital | 14.6% | 13.8% | 10.2% | 8.5% | 11.7% | 7.0% | 1.5% |
| Formación Bruta de Capital Fijo | 13.3% | 8.6% | 11.8% | 10.1% | 10.9% | 5.9% | 1.9% |
| Agropecuario, silvicultura, caza y pesca | 3.1% | 3.0% | 4.5% | 7.9% | 4.6% | -2.0% | -1.2% |
| Maquinaria y equipo | 14.4% | 7.8% | 14.6% | 12.2% | 12.2% | 1.5% | -5.0% |
| Equipo de transporte | 5.2% | 11.1% | 14.9% | 16.6% | 12.1% | 30.3% | -8.9% |
| Construcción y edificaciones | 7.1% | 1.2% | 15.4% | 7.4% | 7.8% | 2.2% | 9.4% |
| Obras civiles | 25.8% | 13.7% | 6.6% | 3.7% | 12.1% | 6.7% | 8.1% |
| Servicios | 5.9% | 1.7% | 5.1% | 1.3% | 3.5% | 1.8% | -0.6% |
| Demanda interna | 7.7% | 6.1% | 5.8% | 5.8% | 6.3% | 4.2% | 2.5% |
| Exportaciones Totales | 2.6% | -11.5% | 4.1% | -0.5% | -1.7% | 1.6% | -2.0% |
| Importaciones Totales | 8.9% | 5.2% | 8.3% | 14.2% | 9.2% | 8.6% | -1.8% |
| Producto Interno Bruto | 6.5% | 4.2% | 4.2% | 3.4% | 4.6% | 2.8% | 3.0% |

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

23. Frente a lo proyectado en el anterior Informe sobre Inflación, el pronóstico contemplaba un gasto en consumo privado similar al observado, así como una inversión en bienes de capital no transables (construcción) menos dinámica que lo que revelaron las cifras del DANE. Esto último fue compensado (aunque solo de manera parcial) por un consumo público más débil que el esperado, por un menor desempeño de la inversión en equipo de transporte, y por unas exportaciones reales que registraron caídas.
24. El descenso de las exportaciones reales estuvo relacionado con el desempeño de las ventas de petróleo, carbón, minerales metálicos y productos refinados del petróleo. Por otro lado, la mayoría de los productos en la categoría de exportaciones no tradicionales también registraron contracciones, en gran medida, por una sustitución de mercados por parte de nuestros principales socios comerciales y por una menor demanda externa. Para el caso de las importaciones, las principales caídas ocurrieron en los rubros de otra maquinaria y equipo eléctrico, equipo de transporte, y productos metalúrgicos. En contraste, las compras al exterior de productos de molinería y almidón, de refinados del petróleo, y de sustancias y productos químicos se incrementaron.
25. Por ramas de actividad, los sectores que más crecieron durante el segundo trimestre de 2015 fueron la construcción (8,7%) y la minería (4,2%) (**Cuadro 2**). La única rama que mostró una disminución fue la industria (-1,3%). Por su lado, el PIB transable reportó una leve aceleración (de 0,3% a 0,9%), el de no transables se desaceleró un poco (de 4,4% a 4,3%). Cabe señalar que en el

caso del PIB transable su ritmo de crecimiento es significativamente inferior con respecto al promedio desde el año 2000 (3,8%).

Cuadro 2

Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

| Rama de actividad | 2014 | | | | 2014 Año completo | 2015 | |
|---|------------|------------|------------|------------|-------------------------|------------|------------|
| | I Trim | II Trim | III Trim | IV Trim | | I Trim | II Trim |
| Agropecuario, silvicultura, caza y pesca | 6.2 | 0.3 | 1.9 | 0.8 | 2.3 | 1.7 | 2.5 |
| Explotación de minas y canteras | 5.4 | -2.3 | -1.0 | -2.7 | -0.2 | 0.5 | 4.2 |
| Industria manufacturera | 4.6 | -1.6 | -1.1 | -0.8 | 0.2 | -2.2 | -1.3 |
| Electricidad, gas y agua | 4.6 | 3.8 | 4.0 | 2.9 | 3.8 | 2.3 | 1.6 |
| Construcción | 14.1 | 8.7 | 10.9 | 6.1 | 9.9 | 4.7 | 8.7 |
| Edificaciones | 7.0 | 1.0 | 14.1 | 7.3 | 7.4 | 2.1 | 9.1 |
| Obras Civiles | 24.4 | 14.8 | 6.6 | 4.2 | 12.0 | 6.7 | 8.4 |
| Comercio, reparación, restaurantes y hoteles | 5.4 | 4.2 | 4.4 | 4.4 | 4.6 | 5.0 | 3.8 |
| Transporte, almacenamiento y comunicación | 4.8 | 4.4 | 4.2 | 3.2 | 4.2 | 2.9 | 0.5 |
| Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas | 5.4 | 5.5 | 4.5 | 4.1 | 4.9 | 4.2 | 3.6 |
| Servicios sociales, comunales y personales | 7.7 | 5.5 | 4.9 | 3.8 | 5.5 | 3.0 | 2.5 |
| Subtotal Valor agregado | 6.5 | 3.9 | 4.0 | 3.1 | 4.4 | 2.7 | 2.9 |
| Impuestos menos subsidios | 7.4 | 8.6 | 7.3 | 8.0 | 7.8 | 4.3 | 3.5 |
| PRODUCTO INTERNO BRUTO | 6.5 | 4.2 | 4.2 | 3.4 | 4.6 | 2.8 | 3.0 |

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

26. La información disponible para el tercer trimestre aún es escasa y no permite inferir conclusiones sobre cambios en las tendencias del crecimiento de la economía colombiana. El equipo técnico del Banco de la República mantiene el pronóstico de crecimiento en un 2,8% para todo 2015, con un rango entre 1,8% y 3,4%.
27. De acuerdo con la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas totales del comercio al por menor sin combustibles se expandieron un 4,6% anual en julio de 2015. Esta cifra representa una desaceleración con respecto a junio (5,6%), aunque es mayor que la del segundo trimestre (2,6%). Cabe señalar que los resultados de junio y julio estuvieron influenciados por una base baja de comparación en los mismos meses de 2014.
28. Al descontar las ventas de vehículos, las del ventas del comercio al por menor registraron un incremento anual de 6,6% en julio, cifra mayor que el 5,4% de junio y que el 4,8% del segundo trimestre. De igual manera, cabe destacar que este resultado es producto de una baja base de comparación el año pasado.
29. Por su parte, las ventas de vehículos reportadas en la misma encuesta cayeron 4,0% anual en julio. Sin embargo, al corregir por estacionalidad, los niveles de la serie se ubicaron por encima de los registros de meses anteriores. Afín con

lo anterior, las cifras del Comité Automotor Colombiano (CAC) con corte a julio registraron una caída del total de matrículas de 3,9% frente al mismo mes de 2014 (las de automóviles particulares y camperos crecieron 3,1% anual, mientras que las de vehículos de trabajo cayeron 11,0%).

30. Las cifras a julio relacionadas con el comportamiento del empleo indican una estabilidad relativa de las condiciones del mercado laboral. La información disponible muestra que el descenso de la tasa de desempleo (TD) se explicó en especial por un menor nivel de la participación laboral, mas no por un aumento de la contratación. Adicionalmente, el empleo asalariado y formal se ha desacelerado de forma importante durante los últimos meses.
31. De acuerdo con la publicación más reciente, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo cayó de nuevo en agosto frente a los registros de julio y del segundo trimestre. En esta ocasión el nivel del balance de la serie se ubicó en terreno negativo por primera vez en seis años. Esta caída se explicó por un retroceso de las condiciones económicas de los hogares. Asimismo, las intenciones de compra de vivienda, de bienes durables y de vehículos se encuentran en niveles históricamente bajos, solo comparables con los de 2009. Además, aumentó la percepción del nivel de precios y del desempleo.
32. En cuanto al crédito, la cartera de consumo de los hogares creció 13,6% anual en agosto, con lo que mantuvo el ritmo de expansión del segundo trimestre (13,61%). Las tasas de interés se mantienen en niveles bajos y, en términos reales, muestran caídas en el margen.
33. Con respecto a los indicadores de inversión, con información a julio, el balance de expectativas de inversión de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) sugiere que la caída de formación bruta de capital fijo, distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles, continuaría en la segunda mitad del año.
34. Por el lado de la oferta, los pocos indicadores disponibles para el tercer trimestre de 2015 muestran resultados dispares. En julio, en el caso del comercio, además del dinamismo de las ventas al por menor antes mencionado, se destaca la mejor percepción actual y a futuro de los comerciantes recolectada en la encuesta de Fedesarrollo.
35. En el caso de la industria de acuerdo a la Encuesta Mensual Manufacturera del DANE, en julio el crecimiento anual de la producción fue ligeramente positivo

(0,3%) y mayor a lo previsto por la SGEE (-1,6%). Se destaca que el componente tendencial de la serie por primera vez en el año tiene una pendiente ascendente. Cabe señalar que el aumento para el año corrido todavía se ubica en terreno negativo (pasó de -2,0% en junio a -1,3% en julio). Al excluir a la refinación de petróleo, la producción industrial cayó 0,2% (año corrido creció 0,2%). En cuanto a la refinación de petróleo, por primera vez en el año se observó una variación positiva (3,5%).

36. Otras variables relacionadas con el sector, obtenidas de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo, muestran señales mixtas. Con información a agosto, mientras que el indicador de pedidos y existencias señala una leve mejoría, las expectativas a tres meses se han deteriorado. Para el mismo mes, la demanda de energía industrial mostró un mejor desempeño (pasó de -2,0% en julio a +1,8% en agosto). No obstante, su ritmo de expansión se encuentra por debajo de su promedio histórico desde 1999 (4,8%).
37. Por otra parte, la demanda de energía total aumentó 5,0% anual en agosto. El componente regulado creció 7,4%, y el no regulado lo hizo en 0,4%. En lo corrido del año, las expansiones se sitúan en 4,9% y 1,2%, respectivamente. La tendencia de la serie muestra un desempeño favorable.
38. En agosto la producción de café creció 9,8% anual, aunque en el bimestre julio-agosto se desaceleró frente al segundo trimestre (pasó de 17,8% a 14,1%).
39. En contraste, otros sectores han mostrado un deterioro. En agosto la producción de crudo se ubicó en 966 mil barriles diarios, lo que implicó una caída de 2,4% frente al mismo mes del año anterior. Para el bimestre julio-agosto se observó también una reducción de 2,4%.
40. En el caso de la construcción, en julio las licencias registraron una caída de 11,4% anual. Algo similar ocurre con el acumulado doce meses, el cual presentó un retroceso de 9,4%. La producción de cemento creció 3,1% (4,3% en el segundo trimestre). Por último, de acuerdo con las estadísticas de concreto a julio, aunque el destinado a vivienda creció 6,0%, para las obras civiles cayó 3,1%.

III. Comportamiento de la inflación y precios

41. En agosto la inflación anual al consumidor (4,74%), aumentó por segundo mes consecutivo, luego de la pausa observada en mayo y junio (**Cuadro 3**). La variación mensual fue de 0,48%, nivel mayor al esperado, tanto por el mercado (0,18%) como por el equipo técnico. Esta reciente aceleración se concentró en los transables sin alimentos ni regulados y en los alimentos (perecederos y procesados).
42. La inflación acumulada en lo corrido del año fue de 4,02%, superando ampliamente el registro de 2,94% para el mismo período del año anterior. El incremento de la inflación anual desde diciembre del año pasado se explica en un 68,2% por el aumento del componente del IPC transable sin alimentos ni regulados. Le siguen los precios de los alimentos, cuya contribución fue de 38,7%, (sobre todo los procesados) y el IPC de no transables sin alimentos ni regulados que aportó el 18,6%. Por el contrario, el IPC de regulados registró una contribución negativa (-25,4%) (**Cuadro 3**).
43. El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica se situó en agosto en 4,46%, con lo que completó once meses consecutivos de aumentos y alcanzó el máximo desde junio de 2009. Todos los indicadores repuntaron en agosto comparados con julio y superando el techo del rango meta. El IPC sin alimentos continuó con el menor nivel (4,20%), seguido del núcleo 20 (4,28%). Por su parte, el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos, aumentó a 4,83%, registrando el mayor nivel; el IPC sin alimentos ni regulados cerró en 4,53% (**Cuadro 3**).

Cuadro 3

Comportamiento de la inflación a agosto de 2015

| Descripción | Ponderación | dic-14 | mar-15 | abr-15 | may-15 | jun-15 | jul-15 | ago-15 |
|--|--------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | Total | 100,00 | 3,66 | 4,56 | 4,64 | 4,41 | 4,42 |
| Sin alimentos | 71,79 | 3,26 | 3,46 | 3,44 | 3,72 | 3,72 | 3,98 | 4,20 |
| Transables | 26,00 | 2,03 | 3,46 | 3,64 | 3,74 | 4,17 | 4,69 | 5,23 |
| No transables | 30,52 | 3,38 | 3,56 | 3,67 | 3,83 | 3,98 | 3,95 | 4,02 |
| Regulados | 15,26 | 4,84 | 3,25 | 2,68 | 3,45 | 2,55 | 2,99 | 3,08 |
| Alimentos | 28,21 | 4,69 | 7,37 | 7,70 | 6,16 | 6,20 | 5,67 | 6,11 |
| Perecederos | 3,88 | 16,74 | 21,57 | 16,99 | 8,34 | 10,73 | 7,99 | 9,86 |
| Procesados | 16,26 | 2,54 | 5,99 | 7,00 | 6,55 | 6,00 | 5,71 | 6,06 |
| Comidas fuera del hogar | 8,07 | 3,51 | 3,59 | 4,68 | 4,45 | 4,45 | 4,51 | 4,45 |
| Indicadores de inflación básica | | | | | | | | |
| Sin Alimentos | | 3,26 | 3,46 | 3,44 | 3,72 | 3,72 | 3,98 | 4,20 |
| Núcleo 20 | | 3,42 | 3,70 | 3,97 | 4,06 | 4,24 | 4,20 | 4,28 |
| IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs. | | 2,76 | 3,95 | 4,29 | 4,39 | 4,54 | 4,64 | 4,83 |
| Inflación sin alimentos ni regulados | | 2,81 | 3,52 | 3,65 | 3,79 | 4,06 | 4,26 | 4,53 |
| Promedio indicadores inflación básica | | 3,06 | 3,65 | 3,84 | 3,99 | 4,14 | 4,27 | 4,46 |

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

44. Dentro de la sub-canasta del IPC sin alimentos ni regulados, la variación anual del componente transable (5,2%) ha aumentado de manera ininterrumpida desde agosto del año pasado. Esta tendencia se acentuó en el último mes, cuando se observó un alza de 54 pb (**Cuadro 3**). Desde julio de 2014 hasta agosto de 2015, la tasa de cambio acumula un aumento de 62,7% contra el dólar (la depreciación más fuerte desde comienzos de siglo), reflejándose en un ajuste, para ese mismo periodo, de 5,3% en el IPC de transables sin alimentos ni regulados. Es importante señalar que la depreciación del peso contra las monedas de otros países, de donde también se importan bienes de consumo, ha sido menor.
45. De nuevo en agosto fueron generalizadas las alzas en los diferentes ítems del componente transable del IPC sin alimentos ni regulados. Rubros como vehículos, lavadoras, cuidado del cabello y pasajes aéreos registraron ajustes anuales que superaron el 10%.
46. Por su parte, la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados, pasó de 3,95% en julio a 4,02% en agosto (superando también el registro de diciembre pasado, 3,38%) (**Cuadro 3**). Todos los subgrupos incrementaron su nivel, así: arriendos de 3,3% en julio a 4,4% en agosto; los rubros altamente indexados pasaron de 4,6% a 4,7%; los más afectados por tipo de cambio (vía costos) de 4,2% a 4,3%; y el resto de 7,2% a 7,3%. En este último grupo las alzas que se presentan en las finales del fútbol colombiano son muy altas, en especial cuando participan equipos de las grandes ciudades, sin que posteriormente logren bajar del todo.

47. En el grupo de regulados, el ajuste anual pasó de 3,0% en julio a 3,1% en agosto (**Cuadro 3**). La variación anual de este componente del IPC se ha mantenido por debajo de la observada en diciembre, gracias a que en el primer trimestre de este año se registraron importantes caídas en el precio de la gasolina. El repunte está asociado, en gran medida, con el aumento de las tarifas de los servicios públicos (de 5,4% en julio a 5,6% en agosto).
48. El alza en las tarifas de servicios públicos se explica, principalmente, por el incremento en el IPC del gas (de 16,5% en julio a 18,4% en agosto). Por su parte, la variación anual de combustibles tendió a subir levemente, pero se mantuvo en terreno negativo (-5,3%). El transporte mantuvo su variación anual en 4,1%.
49. En agosto la inflación anual de alimentos (6,1%) aumentó con respecto a julio (5,7%), superando también al registro de diciembre pasado (4,7%). Por componentes, se observó que los procesados se incrementaron de 5,7% en julio a 6,1% en agosto, por otros abarrotes, comidas rápidas frías, azúcar y aceites. El arroz, que impulsó con fuerza el IPC de los alimentos procesados a comienzos de año, volvió a caer en agosto 1,53%. Asimismo, los perecederos también contribuyeron a incrementar la inflación de alimentos, al crecer anualmente 9,9% en agosto frente al 8,0% de julio. Esta alza se explica por los aumentos que viene acumulando el frijol, que en los últimos doce meses superó el 68,0%, así como por las de hortalizas y legumbres frescas que llegaron al 39,0%. La papa continuó con abundante oferta y en agosto su precio cayó 11,0%. Las comidas fuera del hogar permanecieron estables en 4,5%.
50. En los tres últimos meses, las presiones de costos no laborales vienen aumentando, como lo indica el nuevo incremento en la variación anual de los precios al productor (IPP) de la oferta interna (producidos y consumidos más importados) de 6,4% en julio a 8,1% en agosto. Este nuevo incremento está asociado, en especial, con la depreciación del peso frente al dólar, la cual impulsó de nuevo al IPP de bienes importados de 16,9% en julio a 22,4% en agosto. En la sub-canasta local del IPP el alza se explica por la industria (de 2,9% a 3,4%). En contraste, en agosto el segmento agropecuario del IPP local se desaceleró (de 7,0% a 6,0%) así como también lo hizo el de la minería (de -3,0% a -3,6%).
51. Con información a julio y agosto, los salarios seguían mostrando ajustes compatibles con el rango meta de inflación. Los de la construcción pesada y

de vivienda se mantuvieron sin cambios de importancia durante agosto. Los del comercio al por menor, por su parte, presentaron una desaceleración de 4,3% en junio a 3,4% en julio, tasas de crecimiento menores a la de diciembre pasado (6,9%). En los de la industria, aún no se puede contrastar la información reciente con la pasada debido a que a comienzos de este año se cambió la muestra de los salarios de la industria (a partir del próximo año se podrán comparar).

52. Las expectativas de inflación para diciembre de este año obtenidas a partir de la encuesta mensual a analistas financieros, con información a la segunda semana de septiembre, repuntaron de manera sustancial entre agosto (4,21%) y septiembre (4,72%). La inflación esperada a doce meses, obtenida de la misma encuesta, igualmente subió de 3,47% en agosto a 3,60% en septiembre. A su vez, en promedio las expectativas de inflación para 2, 3, 5 y 10 años en lo corrido de septiembre han aumentado 49 pb, 52 pb, 54 pb y 47 pb, respectivamente, frente a los datos promedio de agosto. De esta manera, los break-even inflation (BEI) a 2, 3, 5 y 10 años se ubicaron en 4,18%, 4,14%, 4,20% y 4,63%, respectivamente.