



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

MARZO DE 2015

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. Los precios internacionales del petróleo se recuperaron ligeramente en las últimas semanas, luego de la caída que se había observado hasta marzo. En parte, lo anterior es consecuencia de que las principales agencias internacionales especializadas han sugerido que la producción en los Estados Unidos se reduciría en los próximos meses, aunada a los más recientes sucesos geopolíticos en el Medio Oriente.
2. Los precios internacionales de algunos bienes básicos han sido más bajos en promedio en lo corrido de abril que el registro de marzo. De esta forma, las cotizaciones de carbón, níquel y de algunos alimentos importados por Colombia se han ubicado por debajo de los niveles del mes anterior. En contraste, los precios internacionales del café y del cobre han mostrado una ligera recuperación en las últimas semanas.
3. Las cifras de actividad real en los Estados Unidos a marzo sugieren que su crecimiento económico durante el primer trimestre del año habría sido más débil que lo esperado. Este habría estado afectado por choques de oferta temporales (invierno muy fuerte y huelgas en los puertos de la costa oeste), por la apreciación del dólar y por la caída de la inversión en el sector petrolero. Sin embargo, los indicadores de confianza de los hogares se mantienen en niveles elevados y sugieren que la economía retomaría su dinamismo en los próximos meses.
4. Los registros de marzo del mercado laboral muestran que la creación de empleo fue menor que la esperada. Pese a lo anterior, la tasa de desempleo se mantuvo en 5,5% y continuaron las mejoras de los indicadores alternativos que sigue la Reserva Federal, como la tasa de subempleo y el desempleo de largo plazo.
5. La inflación anual de los Estados Unidos a marzo se ubicó en terreno negativo (-0,1%), principalmente por la fuerte caída en el precio de los combustibles. Entretanto, la inflación que excluye energía y alimentos pasó de 1,7% a 1,8% entre febrero y marzo.
6. Dada esta evolución de la actividad real y de los precios, los pronósticos de los miembros del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal (Fed) sugieren que el incremento de la tasa de interés sería más gradual que lo anunciado el trimestre anterior.

7. En la zona del euro los indicadores de actividad real en los primeros meses de 2015 sugieren un repunte de la economía. De esta forma, los registros a marzo de las ventas al detal y de los índices de confianza de empresarios y consumidores presentaron una tendencia positiva, mientras que las cifras a febrero de exportaciones y de crédito muestran una recuperación.
8. Respecto a los precios en la zona en marzo, se mantuvo la deflación: el registro anual fue de -0,1%, como consecuencia, principalmente, de los menores precios de los combustibles. Por su parte, la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC), excluyendo alimentos y combustibles, incrementó marginalmente a 0,7%. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) continuó con el programa de compra de activos financieros.
9. Por otra parte, en China las cifras del primer trimestre indican que continuó la desaceleración de esta economía. Su producto interno bruto (PIB) creció 7,0% en términos anuales, lo cual representa una moderación frente al 7,3% de tres meses atrás. Entretanto, la expansión anual de la producción industrial y de las ventas al detal se ubicó en los niveles más bajos desde 2008, mientras que la inversión en activos fijos mantuvo una clara tendencia decreciente. Por otra parte, el mercado de finca raíz continúa con una tendencia a la desaceleración. En este contexto, el banco central redujo la tasa de depósito para los bancos comerciales en 100 puntos base (p.b).
10. En América Latina las cifras a febrero del índice de actividad económica muestran que el crecimiento de Chile, México y Perú habría seguido siendo débil en el primer trimestre del año, mientras que en Brasil habría continuado la contracción que inició en el año anterior.
11. La inflación en algunas economías emergentes continuó mostrando un panorama heterogéneo, aunque predominan las tendencias decrecientes. En la mayoría de países asiáticos se ha ubicado en niveles bajos en los últimos meses. Se destaca el caso de China, donde la inflación se mantuvo baja (1,4%). Por su parte, en América Latina la inflación anual de Chile se ha reducido lentamente, mientras que la de Perú y México se ha mantenido relativamente estable. En contraste, la variación anual de los precios en Brasil exhibe una marcada tendencia creciente.
12. En cuanto a los mercados financieros internacionales, las tasas de los bonos de largo plazo de los principales países de la zona del euro siguieron reduciéndose en las últimas semanas, gracias al programa de compra de bonos soberanos por parte del BCE a comienzos de marzo. Por su parte, las tasas de los bonos de largo plazo

de los Estados Unidos se redujeron y el dólar se depreció frente a las principales monedas del mundo, como consecuencia de los cambios en los pronósticos de la Fed.

13. En América Latina las primas de riesgo se redujeron en las últimas semanas, aunque permanecen en niveles relativamente altos. Por su parte, las monedas de la región han revertido parte de la fuerte depreciación que se observó al comienzo del año. En el caso colombiano, el valor promedio para lo corrido de abril es de COP 2.521 por dólar, lo cual representa una apreciación de 2,7% frente al promedio de marzo.

a. Exportaciones e importaciones

14. En febrero las exportaciones totales en dólares registraron una caída anual de 26,8%, explicada principalmente por una caída en precios. El único rubro que presentó crecimiento fue el de bienes de origen agrícola (6%), mientras que los de origen minero y el resto de exportaciones cayeron 38,6% y 4%, respectivamente. En el primer caso el café explica el crecimiento, al aumentar 23%. La caída en el rubro de bienes mineros se asocia, en gran medida, a las menores ventas de crudo (-40,4%) y de productos de la refinación del petróleo (-69,2%).
15. En el resto de exportaciones (-4,0%) las caídas más significativas dentro del rubro son de las de papel (-34,3%), carne (-52,5%) y maquinaria y equipo (-13,7%). Las dos primeras, principalmente, mostraron caídas en sus ventas hacia Venezuela: en el caso de papel la caída fue de 63,6%, mientras que por el lado de carne no se registraron exportaciones en febrero. Por su parte, maquinaria y equipo tuvo una caída de 50,5% hacia Ecuador, siendo este el destino de mayor contribución a dicha disminución.
16. En el primer bimestre del año las exportaciones totales cayeron 33,8%. Esto es resultado de las disminuciones que presentaron tanto las exportaciones de bienes de origen minero (-46,7%) como las del resto de productos (-10,7%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola crecieron 22,5% en dicho periodo.
17. En enero las importaciones CIF en dólares crecieron 0,8% en términos anuales, producto del aumento de las compras de bienes de capital (21,3%), lo que compensa las caídas registradas en bienes intermedios (-10,7%) y bienes de consumo (-6,6%).
18. El aumento de las importaciones de bienes de capital se debió al incremento en el rubro de equipo de transporte (150%), el cual se explica por el aumento de 332%

en equipo rodante de transporte, en particular aviones. Excluyéndolo, la importación de bienes de capital habría caído 22,3% y las importaciones totales lo habrían hecho 13,7%. La contracción en bienes intermedios se concentró principalmente en combustibles y lubricantes (-30,9%), cayendo las compras de combustibles 31%. Las importaciones de bienes de consumo cayeron por la disminución de 13,9% en bienes durables.

19. En febrero las importaciones totales CIF cayeron 8,3% con respecto al mismo mes del año anterior. Esta disminución se debe a la caída de 25,8% en materias primas y productos intermedios, la cual estuvo explicada, en mayor grado, por la contracción de 71,4% en las importaciones de combustibles y lubricantes. Por su parte, los bienes de capital y de consumo crecieron 6,6% y 8,8%, respectivamente. En el primer caso, la principal contribución fue el aumento de 5,7% de los bienes de capital para la industria. Del lado de los bienes de consumo, se registraron incrementos tanto en no durables (10,9%) como en durables (6,7%).
20. En lo corrido del año las importaciones totales acumulan una caída de 3,8%, debido a las menores compras externas de bienes intermedios (-18,4%). Dentro de este rubro, la mayor contribución a tal contracción ocurrió en combustibles y lubricantes (-53,3%), seguida de la registrada en materias primas para la industria (-1,7%). Las compras de bienes de capital aumentaron 13,9% y las de consumo lo hicieron en 1,3%. El aumento en bienes de capital se explica por los incrementos de 63,9% en equipo de transporte y de 4,1% en materiales de construcción. Finalmente, dentro de bienes de consumo, hubo una caída de 3,2% en los durables, la cual fue compensada por el aumento de 6,2% en bienes no duraderos.

1. Proyecciones de variables externas

a. Escenarios de crecimiento externo

Escenario central o más probable (Cuadro 1)

21. En el caso de los Estados Unidos se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento para todo 2015 como consecuencia del bajo dinamismo que se observó durante el primer trimestre. Sin embargo, para lo restante del año y para 2016 se espera que los fundamentales del consumo permanezcan en condiciones favorables, por lo que el gasto de los hogares se consolidaría como el principal motor de crecimiento de la actividad económica. Adicionalmente, el impacto positivo de la caída en los precios del petróleo sobre el consumo sería mayor que el efecto adverso que este choque tendría sobre la inversión.

22. Las exportaciones, así como las utilidades de las multinacionales, se verían afectadas por la fortaleza del dólar frente a las principales monedas del mundo y por el menor crecimiento de sus socios comerciales.
23. Las discusiones fiscales concernientes al techo de la deuda y las elecciones presidenciales en 2016 no tendrían un efecto significativo sobre la confianza de los agentes y sobre el gasto del gobierno.
24. Las cifras de creación de empleo serían consistentes con el buen comportamiento que se espera de la economía, por lo que el mercado laboral continuaría con su recuperación. De esta forma, se seguirían eliminando los excesos de capacidad existentes y comenzarían a aparecer algunas presiones al alza sobre los salarios.
25. Durante 2015 las presiones inflacionarias se mantendrían contenidas por los menores precios de los bienes básicos, especialmente del petróleo, y por la mayor fortaleza del dólar. En 2016 la inflación mostraría una tendencia creciente y convergería hacia la meta de largo plazo de la Fed.
26. La Fed incrementaría su tasa de referencia a finales del tercer trimestre y lo continuaría haciendo de forma muy gradual durante todo 2016. Se espera que esta medida se transmita correctamente a las tasas de mercado.
27. En la zona del euro la recuperación de la economía sería más fuerte que lo esperado el trimestre anterior. Las medidas adoptadas por el BCE han permitido la recuperación de la confianza y han restablecido, en alguna medida, el canal del crédito, lo cual favorecería el consumo privado y la inversión. Adicionalmente, el debilitamiento del euro seguiría impulsando las exportaciones por fuera de la unión europea.
28. Las reformas adoptadas en algunos países de la periferia permitirían que estas economías continúen con su recuperación. Adicionalmente, se espera que Alemania siga expandiéndose a un ritmo favorable. Finalmente, las economías de Francia e Italia, si bien seguirían enfrentando problemas de competitividad, mostrarían alguna mejora, gracias a la flexibilización de algunas de las condiciones de los planes de austeridad.
29. La situación de Grecia seguiría siendo una fuente importante de incertidumbre para la región. Sin embargo, no se contempla que este país salga de la zona del euro. Adicionalmente, se espera que el conflicto geopolítico en Europa del Este no se contagie a los mercados financieros y a la confianza.

30. En el caso de China, el crecimiento se seguiría moderando a medida que la inversión en activos fijos y la expansión del crédito se siguen reduciendo desde los elevados niveles observados en años anteriores. Adicionalmente, las exportaciones le darían un menor impulso al crecimiento, como consecuencia de que el yuan se ha fortalecido frente a la mayoría de monedas del mundo y de que la demanda global permanece débil. Sin embargo, las medidas de estímulo por parte del gobierno y del banco central permitirían que la desaceleración no sea tan marcada.
31. En América Latina se espera un comportamiento heterogéneo entre países. Por un lado, Perú y Chile exhibirían alguna recuperación, como consecuencia del menor precio del petróleo, del estímulo por parte del sector público y la reversión de algunos choques de oferta. De forma similar, México se vería favorecido por la mayor dinámica de la economía estadounidense. En contraste, la economía de Brasil se contraería en 2015 como consecuencia de la consolidación fiscal que se daría en este país y de los bajos niveles de confianza de empresarios y consumidores. En 2016 se observaría alguna recuperación. Entretanto, Venezuela se seguiría contrayendo debido a sus problemas estructurales, los cuales se han intensificado con los bajos precios internacionales del petróleo.

Riesgos al escenario central (Cuadro 1)

32. Los mercados financieros podrían reaccionar de manera desordenada a los ajustes de la política monetaria en Estados Unidos. Además de los efectos adversos sobre estos mercados, la confianza a nivel mundial podría afectarse negativamente.
33. Ocurriría una salida de Grecia de la zona del euro, que resulta en un incremento importante de los costos de financiamiento de esta economía y en un contagio a otras economías de la región.
34. Se podría observar una desaceleración más fuerte en China y en los demás emergentes, que ocurriría, principalmente, por problemas asociados con su estabilidad financiera. Para el caso de las economías de América Latina, la reducción de los precios internacionales podría afectar en mayor medida su actividad económica.
35. Se entraría en una espiral deflacionaria en la zona del euro o en Japón, que afectaría de forma significativa el crecimiento de estas economías.
36. Un evento que podría elevar compensar algunos de los sesgos anteriores es que el gobierno y el banco central de China adoptarían planes de gran envergadura para

estimular la expansión de la actividad real, lo cual mantendría altas las tasas de crecimiento del crédito, de la inversión y de la construcción residencial.

Cuadro 1

Pronósticos de crecimiento económico para los principales socios comerciales de Colombia						
País o región	2015			2016		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	2,2	2,8	3,4	2,0	2,8	3,6
Zona Euro	0,8	1,3	1,8	0,8	1,5	2,0
China	6,4	6,8	7,2	6,0	6,5	7,0
Brasil	-1,2	-0,6	-0,2	0,3	1,0	1,5
Ecuador	0,2	1,5	2,2	1,0	2,0	3,0
Venezuela	-7,0	-5,0	-3,0	-2,0	0,0	2,0
Perú	3,0	4,0	4,7	3,0	4,5	5,5
México	2,0	3,0	3,5	2,5	3,5	4,0
Chile	2,5	3,0	3,5	2,5	3,5	4,5

b. Proyección de la balanza de pagos

37. Durante 2014 el déficit en la cuenta corriente fue de USD19.780 m (5,2% del PIB), ampliándose con respecto a lo observado en 2013 USD12.330 m (3,2% del PIB). El deterioro en el balance externo del país fue el resultado de la fuerte caída en el precio del petróleo, de los choques de oferta registrados para el carbón y los productos refinados del petróleo, y del dinamismo de las importaciones. Así, las exportaciones totales en dólares cayeron en 2014 5,5% anual, mientras las importaciones totales en dólares registraron un crecimiento de 8,0%.
38. Consistente con dicha ampliación en el déficit corriente, los flujos de capital para 2014 fueron significativamente superiores a los registrados un año atrás (USD23.949 m en 2014 frente USD18.782 m un año atrás). Esto estuvo asociado, en especial, con los mayores flujos de inversión de cartera (USD11.631 m) que durante el año se registraron tanto en el mercado local de deuda pública (gracias al rebalanceo de los índices de JP Morgan) como en la colocación de bonos en los mercados internacionales por parte del sector público. De la misma manera, en 2014 se registraron mayores recursos provenientes de una mayor inversión directa

neta (USD12.155 m). Lo anterior fue producto de una inversión extranjera directa (IED) en niveles similares a los observados en 2013 y una reducción de los flujos de inversión de colombianos en el exterior. Esto estuvo parcialmente compensado por menores recursos provenientes de otra inversión (préstamos y depósitos).

39. Para 2015 se espera una ligera ampliación del déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB a 5,3%, resultado de una reducción en dólares a USD -17.038 m más que compensada por un efecto de valoración del PIB en dólares de 0,9 puntos porcentuales dada la depreciación promedio estimada el año. Dicho pronóstico incorpora el efecto que tiene la caída en el precio del petróleo en diferentes cuentas del balance externo: se estima que el déficit en el comercio de bienes se ampliaría con una fuerte contracción de las principales exportaciones de origen minero y agrícola, compensada parcialmente por una moderada recuperación del resto de exportaciones y la reducción de las importaciones; se proyecta una reducción en el déficit del comercio de servicios, y una disminución en los egresos netos por renta de factores, asociada con la menor remisión de utilidades del sector minero-energético y el efecto de la depreciación del peso sobre las utilidades de los demás sectores.
40. El desempeño de las ventas externas estaría afectado por las menores previsiones de precios en el caso del petróleo (USD 55/bl Brent) y del carbón, lo que estaría compensado parcialmente con las mejores perspectivas para los productos de origen agrícola, y la recuperación de una parte de las exportaciones de derivados del petróleo con la entrada en operación de Reficar al final del año.
41. Para el resto de las exportaciones se estima un crecimiento moderado de alrededor de 2%, impulsado principalmente por el efecto de la depreciación sobre estos bienes, a pesar de la desaceleración de la demanda externa de los socios comerciales.
42. Cabe señalar que para los bienes básicos se estiman expansiones de los volúmenes exportados para la mayoría de los productos, consistentes con las proyecciones de crecimiento de su producción (3,2% petróleo; 7,5% carbón, y 5% café).
43. De esta forma, en el escenario central las exportaciones (en dólares), de los principales productos caerían cerca de 34% mientras las totales se contraerían en 24%. Por su parte, las importaciones en dólares se contraerían frente a lo observado en 2014 (-15,5% anual), comportamiento asociado con una fuerte caída en las importaciones de bienes de capital para la industria minero-energética, una demanda interna menos dinámica y la reducción generalizada de los precios

internacionales en los bienes importados, en especial de los bienes intermedios (combustibles y derivados).

44. En cuanto al financiamiento del déficit, se espera que los flujos de capital en dólares sean menores que los observados en 2014, afectados por los menores recursos de IED y los menores flujos de inversión extranjera de cartera. Lo anterior estaría parcialmente compensado por mayores recursos provenientes de otra inversión (préstamos y depósitos) y por la finalización del programa de compra de reservas internacionales por parte del Banco de la República, que en 2014 registró un monto de USD 4.058 m.
45. Se proyecta una inversión extranjera directa neta inferior a la observada el año anterior (USD 11.226 m en 2015 frente a USD 12.155 m en 2014), producto en especial de menores flujos hacia los sectores de petróleo y minería (En particular, se supone una caída de 25% en la inversión dirigida a petróleo). De igual forma se espera una moderación de los flujos hacia otros sectores, explicado por la desaceleración estimada de la demanda interna y la menor valoración en dólares de los recursos provenientes de la reinversión de utilidades en algunos sectores debido a la depreciación proyectada.
46. Por otra parte, se prevé un menor financiamiento neto por recursos de inversión de cartera (USD 4.064 m), comparado con el del año anterior (11.631 m), dado el menor flujo de capital extranjero hacia el mercado de deuda pública local y una menor colocación de bonos en los mercados internacionales por parte del sector público no financiero.

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

47. La información disponible para el primer trimestre de 2015 sugiere que el ritmo de expansión de la economía colombiana se habría desacelerado con respecto a lo registrado hacia finales del año pasado. Se prevé un menor crecimiento del consumo privado, en particular del de bienes durables. La inversión también registraría un comportamiento mediocre. La menor demanda interna y la depreciación de la tasa de cambio nominal frenarían el dinamismo de las importaciones, en contraste con el mejor desempeño esperado para las exportaciones.
48. Según la publicación más reciente de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM), del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en febrero las ventas minoristas se expandieron 4,8% frente al mismo mes

de 2014. Para el bimestre enero-febrero el crecimiento fue de 6,2% anual, menor que el 11,1% del cuarto trimestre de 2014 para ese tipo de ventas. Al descontar las ventas de vehículos, el incremento del indicador fue de 8,5% y 9,3% anual para febrero y el bimestre, respectivamente.

49. Para el caso de las ventas de vehículos se registró una caída del 11,3% durante febrero (-8,7% para el bimestre). Por su parte, según las cifras de ventas de carros publicadas por la ANDI, Fenalco y Econometría con información a marzo, la caída en este segmento del comercio fue de 7,1% durante el primer trimestre. Lo anterior permite prever un mal desempeño del consumo de bienes durables durante dicho período.
50. Adicionalmente, los resultados de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República permiten prever que el consumo de los hogares se habría expandido a un ritmo menor que el observado durante el cuarto trimestre del año pasado: en febrero el balance de expectativas de ventas cayó de manera importante por segundo mes consecutivo.
51. Por su parte, el índice de confianza de los consumidores publicado por Fedesarrollo mostró en el mes de marzo un retroceso intermensual importante, lo cual situó la serie significativamente por debajo de su promedio desde 2001 y en niveles comparables con aquellos registrados a mediados de 2009. Dentro de los componentes de este índice, el mayor deterioro se observó en las expectativas de los consumidores.
52. Asimismo, en marzo el crecimiento anual del crédito de consumo a los hogares en términos nominales (13,1%) fue ligeramente menor que lo observado en diciembre (13,4%). A pesar de lo anterior, las tasas de interés reales de los hogares se mantienen estables.
53. El desempeño reciente de los indicadores de mercado laboral ha sido bueno, y aún no permite prever una moderación del ritmo futuro del gasto de los hogares por este canal. A febrero la tasa de desempleo ha continuado su descenso, explicado principalmente por el crecimiento del empleo asalariado y formal. Sin embargo, debe hacerse un seguimiento cuidadoso de los ajustes salariales, de las estimaciones de la Nairu y de los pronósticos del desempleo para identificar oportunamente el surgimiento de posibles presiones inflacionarias originadas en el mercado laboral.
54. Con respecto a la formación bruta de capital, el balance de expectativas de inversión de la EMEE a febrero también sugiere una desaceleración del ritmo de expansión de ese rubro (sin construcción de edificaciones ni obras civiles).

Adicionalmente, las cifras de importaciones en dólares de bienes de capital (distintas de aviones) también mostraron retrocesos.

55. En materia de comercio exterior, las cifras observadas de exportaciones hasta el mes de febrero sugieren que durante el primer trimestre de 2015 este rubro podría registrar un incremento anual en términos reales, impulsado por los crecimientos de las ventas de petróleo, carbón y café, principalmente. Además en los primeros dos meses del año las exportaciones del resto de productos han crecido (1,1% en volúmenes).
56. Por último, los registros observados de importaciones a febrero sugieren que este renglón del PIB habría caído en términos reales durante el primer trimestre, de acuerdo con lo esperado un trimestre atrás.
57. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2015 presentan comportamientos dispares. Cifras relacionadas con sectores como la industria y el sacrificio de ganado muestran un desempeño débil con respecto a lo observado en el último trimestre de 2014, mientras que algunos indicadores asociados con ramas de actividad como la construcción, la minería, la demanda de energía y el café reportaron algunas aceleraciones importantes.
58. La industria presentó una contracción de 1,3% en febrero que se explica, principalmente, por la caída en el renglón de refinación de petróleo (-17,6%), cuya participación es elevada (18,6%). Este resultado se ubicó por debajo de lo esperado por la SGEE. En lo corrido del año, la industria total ha caído 2,9%. Cabe señalar que el dato de enero fue revisado a la baja (pasó de -2,5% a -4,4%). Al excluir la refinación de petróleo, la industria habría crecido 2,4% en febrero y -0,7% en el año corrido. Adicionalmente, las disparidades sectoriales se mantienen; industrias de elaboración de bebidas (7,9%), procesamiento y conservación de carne y pescado (14,7%), y fabricación de sustancias y productos químicos básicos (11,1%) mostraron crecimientos importantes, contrario a las ramas de coquización, refinación de petróleo, y mezcla de combustible (-17,6%) e hilatura, tejeduría y acabados, y otros (-11,5%).
59. De acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo a febrero, aunque el indicador de pedidos y el indicador de existencias (contracíclico a la producción) mejoraron frente al mes anterior, los componentes tendenciales de cada uno de ellos apuntan a un deterioro de la industria. Las expectativas de producción a tres meses mostraron una importante recuperación en niveles frente al mes anterior. No obstante, el componente tendencial continúa sugiriendo un comportamiento débil.

60. Por su parte, el sacrificio de ganado continúa mostrando una contracción en febrero, alrededor de -5,4%. El componente tendencial reporta también un deterioro marcado, indicando que dicho comportamiento podría perdurar en lo que resta del año. Cabe señalar que la incertidumbre sobre el ciclo de retención ganadera es alta, ya que los cambios en los patrones de comercio con Venezuela y otros choques afectan su duración.
61. En contraste, otros indicadores tuvieron un buen comportamiento en los primeros meses de 2015: en construcción se destaca la aceleración de la producción y los despachos de cemento, que en febrero crecieron 13,3% y 6,1%, respectivamente. En el bimestre enero-febrero estos indicadores se expandieron 10,8% y 10,3%, luego del 6,0% y 6,8% durante el cuarto trimestre de 2014.
62. Con información a marzo, la producción de petróleo fue de 1.021.000 barriles diarios, con lo cual el primer trimestre cerró con una producción promedio de 1.027.000. En términos de expansiones anuales, el mes de marzo registró un aumento de 4,5%, y de 3,0% durante el primer trimestre de 2015. Cabe señalar que los resultados observados a la fecha están por encima de la producción promedio del escenario central de crecimiento y de la balanza de pagos (1.020.000 barriles diarios).
63. De acuerdo con la federación de cafeteros, la producción de café fue de 2.917.000 sacos durante el primer trimestre de 2015, representando una expansión de 7,9%. Por su parte, para el mes de marzo la demanda de energía total reportó una variación anual de 4,1%, el componente regulado lo hizo en 4,7% y el no regulado en 2,2%. El componente tendencial refleja una pendiente positiva.

III. Comportamiento de la inflación y precios

64. De nuevo en marzo la inflación anual al consumidor se aceleró, completando seis meses de incrementos consecutivos, al cerrar en 4,56% y superar en 20 pb el registro de febrero (**Cuadro 4**). Por su parte, la variación mensual se situó en 0,59%, nivel mayor que el esperado por el mercado (0,51%) y por la SGEE (0,53%). Como viene sucediendo en los últimos meses, el incremento de la inflación está asociado con los mayores precios de los alimentos y, en segundo lugar, por el aumento generalizado en los rubros transables del IPC.
65. Para lo corrido del año la inflación acumulada ha sido de 2,40% frente al 1,52% durante igual período del año anterior. La aceleración de la inflación entre diciembre del año pasado (3,66%) y marzo (4,56%) es explicada en un 84,3% por

las alzas en los precios de los alimentos, en especial los procesados. Los precios de los transables sin alimentos ni regulados explican en 37,3% dicha aceleración, mientras que los no transables sin alimentos ni regulados tan solo contribuyeron con el 6,3%. El segmento de regulados fue el único que contribuyó negativamente (-27,9%) a la aceleración de la inflación.

66. En marzo el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica también aumentó por sexto mes consecutivo. Dicho promedio se situó en 3,65%, 12 pb superior al registro de febrero, siendo el mayor nivel observado desde octubre de 2009. Como sucedió el mes anterior, los cuatro indicadores volvieron a aumentar, siendo el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos el que presentó la mayor aceleración y alcanzó el mayor nivel (4,0%). La inflación sin alimentos, la de menor nivel, aumentó solo 5 pb, situándose en 3,5% (**Cuadro 4**).

Cuadro 4

Comportamiento de la inflación a marzo de 2015

Descripción	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	ene-15	feb-15	mar-15	Participación en porcentaje	
									en la aceleración 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	100,00	100,00
Sin alimentos	2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,20	3,41	3,46	14,42	15,66
Transables	1,40	1,65	1,94	1,59	2,03	2,28	3,26	3,46	23,68	37,25
No transables	3,76	3,55	3,45	3,26	3,38	3,47	3,50	3,56	7,96	6,34
Regulados	1,05	2,21	2,14	3,25	4,84	4,01	3,47	3,25	-17,21	-27,93
Alimentos	0,86	2,23	3,11	3,25	4,69	5,41	6,77	7,37	85,58	84,34
Perecederos	-0,16	3,17	8,92	7,61	16,74	16,78	19,68	21,57	47,58	25,06
Procesados	-0,24	0,92	1,44	2,14	2,54	3,70	5,62	5,99	26,85	58,27
Comidas fuera del hogar	3,26	4,13	3,52	3,23	3,51	3,60	3,34	3,59	11,15	1,01
Indicadores de inflación básica										
Sin Alimentos	2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,20	3,41	3,46		
Núcleo 20	2,72	2,86	3,04	2,89	3,42	3,58	3,62	3,70		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs	2,19	2,53	2,53	2,39	2,76	3,12	3,69	3,95		
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,74	2,81	2,55	2,81	2,97	3,40	3,52		
Promedio indicadores inflación básica	2,51	2,69	2,76	2,63	3,06	3,22	3,53	3,65		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

67. Dentro de la subcanasta del IPC sin alimentos ni regulados, el componente transable volvió a incrementarse, para situarse en marzo en 3,5%, cifra que no se veía desde diciembre de 2004 y cerca de 20 pb más que lo observado un mes atrás. Hasta enero pasado había sido relativamente baja la transmisión de la depreciación del peso a la inflación, pero en los dos últimos meses ha tendido a aumentar. De acuerdo con la más reciente estimación realizada por la SGEE, la magnitud de esta transmisión estaría cerca de 4,0% (es decir, una depreciación nominal adicional de 10,0% aumenta la inflación total al consumidor en 0,4%).
68. De nuevo, en marzo la difusión de las alzas en el componente transable sin alimentos ni regulados fue elevada. El ajuste mensual del IPC de vehículos nuevamente fue alto (1,02%), con lo cual acumula una variación de 7,3% desde el mes de octubre del año pasado. Este rubro, con un peso de 4,4%, es el tercero más

importante de la canasta familiar, después de arriendos y comidas fuera del hogar. Otros transables con incrementos mensuales significativos fueron: compra de celulares (13,1%), estufas (2,1%) y relojes (1,8%).

69. Por su parte, el IPC no transable sin alimentos ni regulados aumentó levemente de 3,50% en febrero a 3,56% en marzo. La variación anual de arriendos se aceleró en 4 pb, cerrando en 2,90% en marzo. En lo corrido del año se han observado incrementos en las tarifas de los servicios de educación y salud mayores que aquellos observados el año pasado. A pesar del leve aumento del segmento no transables del IPC, por el momento no se observan presiones inflacionarias importantes por el lado de la demanda.
70. Como preveía el equipo técnico, la variación anual del IPC de regulados se desaceleró de 3,47% en febrero a 3,25% en marzo. Este menor crecimiento es atribuible a la disminución del precio de la gasolina (el más reciente ajuste fue de menos 300 pesos, decretado por el gobierno nacional a finales de febrero). En lo corrido del año el IPC de la gasolina ha descendido un poco más de 6,0%. El subgrupo de servicios públicos repuntó de 5,7% en febrero a 6,3% en marzo, comportamiento explicado especialmente por el aumento de 2,9% en el último mes en la tarifa del gas.
71. De nuevo, en marzo, la variación anual de alimentos fue más alta que lo esperado por la SGEE y el mercado. En este mes el aumento fue de 60 pb, situándose en 7,37%. Como ha sucedido desde diciembre, el segmento de alimentos procesados impulsó con fuerza la variación anual de alimentos, básicamente por el arroz, cuyo incremento mensual fue de 4,4% en marzo, en lo corrido del año 35,6% y 36,6% en los doce últimos meses. Estas alzas se explicarían principalmente por la caída en la producción debido a la incertidumbre que ocasionó el evento de El Niño y los precios bajos en el pasado reciente. A esto se sumaría la retención de inventarios por parte de algunos molineros y las importaciones más costosas por la depreciación del tipo de cambio.
72. Por su parte, los alimentos perecederos aumentaron de 19,7% en febrero a 21,6% en marzo. La papa sigue explicando esta alza, al avanzar durante el mes 14,4% y en los últimos doce meses 71,8%. Otros alimentos, como algunas hortalizas y frutas, también impulsaron la inflación. Por su parte, los precios de los alimentos de origen importado, como cereales y aceites, en marzo volvieron a registrar algunas alzas, que estarían siendo afectadas más por la depreciación del peso que por los precios internacionales de estos bienes. Estos registros son menores que los observados en el mismo mes del año pasado. Finalmente, las comidas fuera del hogar aumentaron 25 pb en marzo, alcanzando una variación anual de 3,6%.

73. En materia de presiones de costos no laborales, la variación de los precios al productor de la oferta interna (producidos y consumidos más importados) volvió a repuntar levemente de 5,0% en febrero a 5,1% en marzo. Este comportamiento obedece a que la depreciación aún sigue impulsando el IPP. Los precios al por mayor de los alimentos, por el contrario, cedieron, aunque se mantienen en niveles muy altos. Los bienes importados impulsaron la inflación al productor en marzo, al pasar de 6,1% en febrero a 10,3% en marzo. El componente local cayó de 4,7% a 3,5%, en especial por la desaceleración observada en el ajuste anual de los alimentos de 17,5% a 11,1%.
74. En lo corrido del año los salarios vienen mostrando ajustes compatibles con la meta de inflación. Los de la industria se venían ajustando a una tasa anual de 2,6% hasta enero, fecha a partir de la cual, por un cambio metodológico, dejó de producirse esta información. Por su parte, los de construcción bordean el 5,0%, lo que es una desaceleración puesto que en meses anteriores alcanzaba niveles muy superiores (7,5% en septiembre pasado). Los de vivienda y construcción pesada declinaron con respecto a febrero, para situarse en 3,7% y 3,6%, respectivamente.
75. Las expectativas de inflación a diciembre de este año obtenidas a partir de la encuesta mensual a analistas financieros, con información a la segunda semana de abril, aumentaron en 11 pb frente al mes anterior, situándose en 3,76%. La inflación esperada a doce meses, obtenida de la misma encuesta, cayó levemente de 3,17% en marzo a 3,13% en abril. A su vez, en promedio las expectativas de inflación para 2, 3, 5 y 10 años, medidas a partir del *break-even inflation*, disminuyeron para lo corrido de abril 28 pb, 26 pb, 22 pb y 14 pb frente a los datos promedio de marzo, ubicándose en 3,64%, 3,49%, 3,41% y 3,76%, respectivamente.