



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

JUNIO DE 2015

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. La dinámica reciente de los precios de los bienes que exporta e importa el país sugiere que los términos de intercambio de Colombia en julio habrían sido inferiores a los del mes anterior, manteniéndose así en niveles similares a los observados a comienzos de 2009. Esto último continuaría afectando de forma negativa el ingreso nacional.
2. El precio internacional del petróleo (Brent) se redujo en promedio en lo corrido a julio 29, 8,4% respecto a lo observado el mes anterior. Esta reducción estaría explicada en gran parte por: los altos niveles de inventarios, la débil demanda global, la apreciación del dólar y las perspectivas de que la oferta seguiría siendo elevada (por la reintegración de Irán a los mercados mundiales, por una producción históricamente alta en los principales países de la OPEP y porque la extracción en Estados Unidos continúa expandiéndose).
3. Por su parte, las cotizaciones del café, del níquel y de otros metales exportados por el país también han caído. En contraste, los precios de algunos alimentos que importa Colombia mostraron algunos incrementos, como consecuencia de choques de oferta en América del Norte.
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 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 los Estados Unidos sería más débil que lo esperado, mientras que la zona del euro habría continuado expandiéndose a tasas muy modestas. Entretanto, las economías de China y de América Latina crecerían a tasas menores que las observadas en promedio durante los últimos años.
5. Las cifras más recientes de crecimiento de los Estados Unidos muestran una recuperación, luego de la debilidad observada entre enero y marzo. De esta forma, la expansión del PIB pasó de 0,6% trimestre anualizado (t.a.) (revisado de -0,2% t.a.) en el primer trimestre a 2,3% t.a. tres meses adelante. Este mejor comportamiento estuvo explicado, en gran parte, por una reactivación del consumo privado y de las exportaciones, la cual compensó el menor dinamismo de la inversión. Cabe mencionar, sin embargo, que el desempeño de la economía estadounidense durante la primera mitad del año fue menor que el esperado por el equipo técnico del Banco de la República en el Informe sobre Inflación de marzo.
6. En el mercado laboral, la creación de empleo continúa a un ritmo favorable, con lo que la tasa de desempleo en junio se redujo a 5,3%. Con respecto a la variación anual de los precios, en junio se observaron incrementos modestos en los indicadores de inflación total y básica.
7. En este contexto, el comunicado de prensa de la reunión de julio del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal (Fed) sugiere que la tasa de interés subiría hacia finales del año y que continuaría con alzas graduales a futuro.
8. En la zona del euro, las cifras de actividad real y las encuestas industriales para el segundo trimestre indican que la economía habría continuado reactivándose lentamente. Por otra parte, de acuerdo con los indicadores más recientes sobre la confianza de los hogares y empresarios, los últimos sucesos en Grecia no habrían generado mucha incertidumbre adicional. Con respecto a la variación de los precios, se observaron reducciones leves en los indicadores anuales de inflación total y básica.
9. En China, el producto interno bruto (PIB) durante el segundo trimestre se expandió a una tasa anual de 7,0%, igual a lo registrado tres meses atrás, aunque inferior al 7,4% para todo 2014. Entretanto, los indicadores de producción industrial, de inversión en activos fijos y de las ventas

al detal siguen apuntando a un bajo dinamismo de la actividad real. La inflación anual en junio se mantuvo en niveles bajos (1,4%).

10. En América Latina, las cifras de actividad económica para mayo sugieren que las economías de Chile, México y Perú continuaron expandiéndose a tasas modestas durante el segundo trimestre. Por su parte, en Brasil indican que se estaría presentando una profundización de la contracción que inició el año anterior.
11. Los registros de inflación a junio en las economías de América Latina continuaron mostrando un comportamiento heterogéneo entre países. En México se redujo continuó dentro del rango meta de su banco central, mientras que 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.
12. En cuanto a los mercados financieros internacionales, el acuerdo alcanzado entre Grecia y sus principales acreedores ayudó a reducir la aversión al riesgo a nivel global. En este contexto, los movimientos de las principales variables financieras mundiales durante julio estarían explicados, en gran parte, por las perspectivas del incremento en la tasa de referencia de la Fed hacia finales del año. De esta forma, las tasas de los bonos de largo plazo de Estados Unidos y de los principales países de la zona del euro se mantuvieron en niveles superiores a los registrados en meses anteriores, mientras que el dólar presentó una marcada apreciación.
13. En el caso de América Latina, se observó un incremento de las primas de riesgo en lo corrido de julio, mientras que las monedas de la región se han depreciado. Este comportamiento ha sido especialmente marcado en el caso del peso colombiano que pasó de un valor promedio de COP 2562 por dólar en junio a un valor promedio de COP 2737 por dólar un mes adelante (con cifras al 29 de julio), lo que representa una depreciación mensual de 6,8%.

a. Exportaciones e importaciones

14. En mayo, las exportaciones totales en dólares cayeron 38,9%, debido al descenso generalizado en el valor exportado de los principales rubros, por un efecto tanto de cantidades como de precios. La disminución en el valor exportado de bienes de origen minero fue 49%. Las ventas externas de los rubros de bienes de origen agrícola y del resto de exportaciones presentaron variaciones de -19,9% y -9,5%, respectivamente. La caída en el rubro de bienes mineros se asocia con las menores exportaciones de crudo (-40,7%) y carbón (-68,6%). Por su parte las exportaciones de bienes agrícolas registraron caídas conjuntas en banano (-46,2%), flores (-14,9%) y café (-8,6%).
15. Dentro del resto de exportaciones se registraron disminuciones en alimentos y bebidas (-18,7%), vehículos (-52,7%) y otros agrícolas (-37,2%). Por destinos, se destacan las caídas de 23,5% hacia Ecuador, de 24,3% a Venezuela y de 12,4% hacia Estados Unidos.
16. En lo corrido del año a mayo, las exportaciones totales registran una caída de 31,3%. A esta caída contribuyeron las de bienes de origen minero (-42,3%) y del resto de productos (-9,4%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola aumentaron 7,6% en dicho periodo. La disminución de las exportaciones de bienes de origen minero se debió al descenso generalizado de los bienes de este grupo, siendo las principales caídas en crudo (-45,7%) y refinados (-59,8%). Dentro del resto de exportaciones, se destacan las caídas en alimentos y bebidas (-11,2%), vehículos (-22%) y papel (-15,3%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola crecieron gracias al aumento de 20,4% en café.
17. En mayo, las importaciones totales CIF cayeron 18,1% en términos anuales. Este comportamiento se explicó por el descenso de las de bienes intermedios (-20,2%), de las de bienes de capital (-20,2%) y de las de bienes de consumo (-10,9%). En el caso de las importaciones de bienes intermedios, el resultado se explica por las disminuciones registradas

en materias primas para la industria (-16,3%) y combustibles y lubricantes (-36%). Las importaciones de bienes de capital se vieron afectadas en gran medida por los descensos en equipo de transporte (-33,8%) y bienes de capital para la industria (-12,6%). En el caso de bienes de consumo se presentaron caídas tanto en durables (-12,2%) como en no durables (-9,3%).

18. En el acumulado de enero a mayo, las importaciones CIF han caído 10,2%. Esta caída se explica por una disminución en importaciones de bienes intermedios (-16,9%), bienes de capital (-4,8%) y bienes de consumo (-4%). La caída de bienes intermedios se asocia en mayor grado al decrecimiento de 38,8% en combustibles y lubricantes. Dentro de bienes de capital la principal caída se registró en bienes de capital para la industria (-9,7%), mientras las importaciones de bienes de consumo se vieron afectadas por la disminución de 8% en bienes de consumo durable.

II. Proyecciones de variables externas

a. Escenarios de crecimiento externo

Escenario central o más probable (Cuadro 1)

19. En el presente informe se revisaron los pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales del país. De esta forma, la proyección de la expansión anual promedio del PIB de los socios comerciales de Colombia (ponderada por comercio no tradicional) pasó de 1,3% a 0,9% para 2015 y de 2,4% a 2,2% para 2016.
20. En el caso de Estados Unidos, se revisó a la baja el pronóstico de crecimiento para todo 2015. Para lo restante del año y para 2016 se espera que los determinantes del consumo permanezcan en niveles favorables, por lo que el gasto de los hogares se consolidaría como el principal motor de crecimiento de la actividad económica.
21. Las exportaciones se verían afectadas negativamente por la fortaleza del dólar frente a las principales monedas del mundo y por el menor crecimiento de sus socios comerciales.
22. Se seguirían eliminando los excesos de capacidad existentes y comenzarían a aparecer algunas presiones al alza sobre los salarios.
23. La Fed incrementaría su tasa de referencia a finales del tercer trimestre y continuaría de forma muy gradual durante todo 2016. Se espera que esta medida se transmita ordenadamente a las tasas de mercado.
24. En la zona del euro, la recuperación de la economía continuaría lentamente, tal y como se esperaba en el Informe sobre Inflación 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.
25. La situación de Grecia seguiría siendo una fuente de incertidumbre política para la región, aunque se espera que el impacto sobre la confianza de hogares y empresarios continúe siendo limitado.
26. En China, el crecimiento se seguiría moderando a medida que la inversión en activos fijos y la expansión del crédito se sigan reduciendo desde los elevados niveles observados en años anteriores. Las exportaciones le darían un menor impulso al crecimiento por el fortalecimiento, del yuan chino y porque 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.
27. En América Latina se espera un comportamiento heterogéneo entre países. Perú, Chile y México exhibirían alguna recuperación. En contraste, la economía de Brasil se contraería en

2015 como consecuencia de la consolidación fiscal que se está dando en este país y de los bajos niveles de confianza de empresarios y consumidores. En 2016 se daría alguna recuperación. Entretanto, Venezuela se seguiría contrayendo por culpa de los problemas estructurales que enfrenta y por la caída de las cotizaciones internacionales del petróleo.

Riesgos al escenario central

28. En este informe se considera que la economía mundial sigue enfrentando principalmente riesgos a la baja. Entre los más importantes se pueden señalar posibles efectos desestabilizadores sobre los mercados financieros por el aumento de la tasa de política de la Fed, una desaceleración más profunda en China y una mayor incertidumbre política en Europa.

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	2,0	2,4	2,8	2,0	2,8	3,6
Zona Euro	0,8	1,3	1,8	0,0	1,4	1,8
China	6,4	6,7	7,0	6,0	6,5	7,0
Brasil	-2,0	-1,5	-1,0	0,2	1,0	1,8
Ecuador	0,2	1,2	2,2	1,0	2,0	3,0
Venezuela	-8,0	-6,0	-4,0	-4,0	-1,0	2,0
Perú	2,5	3,5	4,0	3,0	4,5	5,5
México	2,3	2,7	3,3	2,5	3,2	4,0
Chile	2,3	2,8	3,3	2,5	3,5	4,5

b. Proyección de la balanza de pagos

29. Durante el primer trimestre de 2015, el déficit en la cuenta corriente fue de 7,0% del PIB (USD 5.136 m), mayor al observado en el primer trimestre del año anterior (4,6%, USD 4.032 M). Esta ampliación, como porcentaje del PIB, se explica en 1,1 puntos porcentuales (pp) por el mayor déficit en dólares y en 1,3 pp por el efecto de la depreciación del peso en la medición en dólares del PIB nominal.
30. En dólares, la ampliación de déficit se asocia principalmente con el importante deterioro de la balanza comercial, reflejo de la situación de bajos precios de los principales productos de exportación del país y de la menor demanda externa por el resto de productos. Las exportaciones trimestrales fueron 26% menores que las registradas un año atrás, frente a unas importaciones que cayeron levemente (-4,3%), pese a la depreciación de la moneda que se viene registrando desde el tercer trimestre del 2014. Lo anterior fue en parte compensado por una significativa reducción de los egresos por remisión de utilidades, tanto del sector petrolero, como del resto de sectores.

31. En comparación al cuarto trimestre, el déficit en dólares de la cuenta corriente fue menor en USD 1.213 m, resultado de una reducción de los egresos netos por servicios no factoriales y de la renta factorial; el balance comercial se mantuvo en niveles similares a los registrados en el trimestre anterior.
32. Los flujos de capital en los primeros tres meses del año sumaron entradas netas por USD 4.796 m, superiores en USD 558 m a las registradas en el mismo período del año anterior. En términos netos, este resultado refleja una disminución en la inversión directa y de portafolio que fue compensada por un aumento en los recursos de otra inversión (préstamos), en particular aquellos dirigidos al sector público.
33. La estimación del déficit de la cuenta corriente para todo 2015 es algo superior a lo proyectado tres meses atrás y como porcentaje del PIB se mantiene por encima de lo registrado en 2014. En el escenario más probable, el déficit de la cuenta corriente estaría alrededor de 5,6% del PIB (**Cuadro 2**). Este resultado refleja una reducción del déficit en dólares a USD 17,214 m (de USD 19,549 m en 2014).
34. Los ingresos por exportaciones de bienes seguirán afectados por el nivel bajo de los precios de los principales productos de exportación frente a lo observado en 2014. Sin embargo, dado el comportamiento de los precios en el segundo trimestre del año, las estimaciones del precio promedio de exportación para el petróleo y el carbón se revisaron al alza. De esta manera, la caída de las exportaciones de los bienes de origen minero frente a lo estimado un trimestre atrás disminuye ligeramente.
35. Por el contrario, el pobre desempeño de la demanda externa por productos industriales llevó a revisar a la baja el pronóstico de las exportaciones de estos bienes, con lo que se estima una contracción del valor exportado.
36. 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, aunque menores a las esperadas hace tres meses para petróleo y carbón y mayor para el café (1,2% petróleo; 3,0% carbón, y 6,7% café). Así, en el escenario central las exportaciones (en dólares) de los principales productos caerían cerca de 31%.

Cuadro 2

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2014	2015
		Central
CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)	-19.549	-17.214
<i>Porcentaje del PIB</i>	<i>-5,2</i>	<i>-5,6</i>
<i>Porcentaje del PIB (TRM 2014)</i>		<i>-4,3</i>
A. Bienes	-4.583	-8.448
a. Exportaciones	57.027	43.441
Principales productos	41.019	28.229
Resto de exportaciones	16.008	15.213
b. Importaciones	61.610	51.889
B. Servicios no factoriales	-6.638	-5.076
C. Renta de los Factores	-12.685	-8.213
D. Transferencias corrientes	4.358	4.523

37. La proyección considera que en adelante continuaría el ajuste del balance externo en respuesta al choque en los términos de intercambio y la consecuente reducción de los ingresos externos. Se pronostica una significativa reducción de las importaciones asociada 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). Se proyecta un menor déficit en la balanza de servicios resultado de los efectos positivos de la tasa de cambio sobre las exportaciones de este tipo y la reducción de importaciones asociadas a los servicios de fletes y turismo; y menores egresos netos por renta de factores, reflejo de la caída en las utilidades del sector minero-energético y los efectos de la depreciación y la desaceleración económica sobre el resto de sectores.
38. Para la cuenta financiera se estima que para el resto del año continuaría la moderación de los recursos de financiación provenientes de la inversión directa y de cartera, en un entorno de desaceleración de la actividad económica interna y de la posible normalización de la política monetaria en los Estados Unidos hacia el final del año (**Cuadro 3**).
39. Se proyecta una mayor reducción de la inversión extranjera directa neta para 2015, dada la confirmación en el primer trimestre del recorte de los flujos de financiación hacia el sector petrolero y la mayor reducción en los recursos hacia otros sectores, asociado con un mayor efecto de la depreciación sobre la reinversión de utilidades y las menores perspectivas de crecimiento de la economía. Para todo el año se estiman recursos netos de inversión directa por USD 10,543 m.
40. La financiación con recursos de inversión de cartera también será menor en 2015 frente a lo observado el año anterior, efecto de un menor flujo de capital extranjero hacia el mercado de deuda pública local, a pesar de las mayores colocaciones de bonos externos registradas en el primer semestre por parte de Ecopetrol y el sector privado. Lo anterior será parcialmente compensado por mayores recursos provenientes de otra inversión, en particular créditos obtenidos por el sector público no financiero.

Cuadro 3

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2014	2015
		Central
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C+D+E)	-19.745	-16.874
A. Inversión Extranjera Neta en Colombia	-12.358	-10.543
a. Extranjera en Colombia	16.257	12.042
b. Colombiana en el Exterior	3.899	1.500
B. Inversión de Cartera	-11.654	-3.546
a. Sector Público	-15.428	-6.893
b. Sector Privado	3.774	3.347
C. Instrumentos Derivados	268	493
D. Otra inversión (préstamos y otros créditos)	-439	-3.050
a. Activos	1.820	1.207
b. Pasivos	2.258	4.258
E. Activos de Reserva	4.437	-228
ERRORES Y OMISIONES	-196	340

41. Adicionalmente, se consideraron escenarios alternos a la proyección central de la balanza de pagos para 2015, con diferentes supuestos sobre las condiciones de financiamiento internacional y de crecimiento interno. En el escenario en que las condiciones de financiamiento sigan siendo positivas, con un crecimiento de la economía alrededor del 3,4%, el déficit en la cuenta corriente sería de 6,4% del PIB. Un menor financiamiento internacional junto con un menor crecimiento de la economía (por ejemplo, 1,8%) resultaría en un déficit de 4,8% del PIB.
42. Para 2016 se proyecta menor déficit en cuenta corriente en dólares y como proporción del PIB (alrededor de 5%). Esto estaría asociado principalmente con un menor resultado negativo de la balanza comercial de bienes, con un mejor panorama para los precios de los principales productos de exportación, una recuperación de los principales socios comerciales y el efecto de la entrada en producción de Reficar sobre exportaciones y las importaciones de combustibles.

III. Crecimiento, demanda interna y crédito

43. La información disponible para el segundo trimestre sugiere que el ritmo de crecimiento de la economía colombiana se habría mantenido en niveles cercanos a los registrados durante los primeros tres meses del año. El consumo de los hogares se habría moderado (en particular el consumo de bienes durables), al tiempo que el consumo del gobierno habría contribuido en mayor medida a la expansión del PIB. Por su parte, la inversión en bienes de capital también habría mostrado un retroceso. El menor dinamismo de la demanda interna, sumado a la depreciación de la tasa de cambio nominal, propiciaron una corrección importante de las importaciones. Por otro lado, según las cifras a mayo, las exportaciones reales habrían crecido a un ritmo levemente mayor que el registrado a comienzos del año.
44. De acuerdo con la publicación más reciente de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en mayo las ventas minoristas se expandieron 2,7% frente al mismo mes de 2014 (1,1% bimestre abril-mayo), lo cual representó una desaceleración con respecto al registro del primer trimestre (5,5%

- anual). Al descontar las ventas de vehículos, el incremento de las ventas fue de 6,1% y 4,7% anual para mayo y el bimestre, respectivamente (vs. 8,1% del primer trimestre).
45. Por su parte, las ventas de vehículos y motocicletas continúan mostrando un mal desempeño. En mayo cayeron 12,9% con respecto al mismo mes del año anterior. Para el bimestre abril-mayo se profundizó la caída con respecto a la del primer trimestre del año (-14,7% en el bimestre vs. -6,7% en 2015-T1). Además, según las cifras de matrículas de vehículos nuevos publicadas por el Comité Colombiano Automotor, en el segundo trimestre del año se observó una caída anual de 12,0% (vs. 1,3% del primer trimestre).
 46. Otros indicadores, que no utiliza el DANE como insumo para el cálculo del consumo privado pero que guardan una alta correlación histórica con su tasa de crecimiento, sugieren que éste se habría expandido a un ritmo similar al del primer trimestre. Este es el caso del balance de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República y del Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo.
 47. En el primer caso, los resultados de la EMEE a mayo no muestran cambios significativos frente al registro de abril. En el segundo, en junio el ICC mejoró levemente con respecto al dato de mayo. El promedio de este índice para el segundo trimestre es similar al del primero, y continúa por debajo del calculado desde 2001. Al desagregar este índice en sus componentes, se observa que la percepción acerca de las condiciones económicas es mejor que las expectativas de los consumidores hacia futuro.
 48. Respecto al mercado laboral, a mayo se observan algunos incrementos anuales de la TD en algunos dominios geográficos. Los pronósticos sugieren que la brecha del mercado laboral sería positiva en lo que queda de 2015 y durante 2016.
 49. El empleo a mayo crece a un menor ritmo, en especial en las 13 principales áreas metropolitanas. El empleo asalariado continúa creciendo a tasas anuales favorables.
 50. Con respecto a la Formación Bruta de Capital, el balance de expectativas de inversión de la EMEE a mayo sugiere que durante el segundo trimestre la inversión en bienes de capital distinta de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles, se habría desacelerado nuevamente con respecto al registro de los primeros tres meses del año. Adicionalmente, las cifras de importaciones de bienes de capital en dólares mostraron reducciones importantes.
 51. Las exportaciones en pesos reales deberían haber crecido en el segundo trimestre algo más que en el primero, mientras que las importaciones se contrajeron de manera importante. Lo anterior dados los datos sobre comercio exterior del DANE, la evolución de los precios de exportados e importados y el comportamiento esperado de la demanda interna.
 52. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles muestran que el PIB de la industria en el segundo trimestre no crecería en términos anuales. En mayo, el índice de producción industrial (IPI) sin trilla de café cayó 3,9%, con lo que el bimestre abril-mayo mostró una caída de 3,6%. En lo corrido del año la industria reporta un retroceso de 2,6%. Al desestacionalizar la serie, se observa una contracción del componente tendencial. La heterogeneidad en los resultados se mantiene, pero es mayor el número de industrias cayendo frente a las que muestran expansiones. Al excluir refinación de petróleo la industria restante también se contrajo (-3,6% en mayo y -0,3% en lo corrido del año).
 53. Esto se da en un contexto en el que las exportaciones manufactureras cayeron 9,4% en dólares en lo corrido del año, pese a que la depreciación del peso observada debería contribuir a mejorar la rentabilidad de las exportaciones y la competitividad de los bienes industriales localmente producidos frente a los importados en el mercado interno. El débil crecimiento de los socios comerciales del país, en especial, los de la región, hacia donde se dirige un porcentaje apreciable de estas exportaciones, puede estar contrarrestando el efecto de la depreciación de la tasa de cambio.

54. Cabe señalar que las empresas que venían exportando a Ecuador, uno de nuestros principales destinos del comercio industrial, enfrentan en los últimos meses los efectos de las salvaguardas comerciales impuestas por este país que implican el pago de un arancel (incrementos de 5% a 45% por tipo de producto).
55. De acuerdo con la encuesta de opinión empresarial de la ANDI, la utilización de la capacidad instalada se sitúa en niveles ligeramente por debajo del promedio histórico y el clima de negocios muestra leves mejorías.
56. A pesar de lo anterior, otros indicadores de la industria para el mes de junio presentaron algunas mejorías. De acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo, el indicador de pedidos repuntó levemente frente al mes anterior, mientras que el de existencias se redujo; los componentes tendenciales sugieren una leve mejoría. Por otra parte, las expectativas de los industriales acerca de la producción a tres meses se incrementaron ligeramente frente al mes anterior; su tendencia, por el contrario, es descendente. Como resultado de lo anterior, el índice de confianza de los industriales mejoró, pero su componente tendencial se mantuvo plano.
57. Con información a junio, la demanda de energía industrial, un indicador que presenta alguna relación contemporánea con el IPI, creció 0,1% anual luego de una contracción de 4,1% en mayo. Esto sugeriría una aceleración del indicador para dicho mes.
58. En lo que respecta a la producción del sector de explotación de minas y canteras, se espera un mejor desempeño para el segundo trimestre luego de cuatro trimestres consecutivos de contracciones. Esto se explicaría principalmente por la producción de petróleo, que en dicho trimestre se situó por encima del millón de barriles (1.019 mbd) y presentó una expansión anual de 5,8%. Este resultado podría ser contrarrestado por el comportamiento reciente del carbón, el cual muestra una significativa caída en los volúmenes exportados en el bimestre abril-mayo (-34,4%).
59. En el sector agropecuario, la Federación de Cafeteros reportó una expansión de la producción de café alrededor de 17%. En lo corrido del año, la producción se sitúa alrededor de 6.246.000 de sacos de 60kg, lo que implica un crecimiento de 12,8% frente al año anterior. Por el contrario, el sacrificio de ganado en el bimestre abril-mayo cayó a un menor ritmo que en los primeros tres meses del año (-2,9% frente a -4,8%), lo que es consecuencia de la fase de retención que actualmente tiene la actividad dentro de su ciclo de producción.
60. De acuerdo con el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) publicado por el DANE, la serie desestacionalizada del índice creció 3,6% en abril, cifra mayor que el registro de marzo (2,9%) y que del agregado para el primer trimestre del año (2,8%). A pesar de lo anterior, la información es aún escasa para definir una tendencia concreta del crecimiento del PIB para el segundo trimestre.

IV. Comportamiento de la inflación y precios

61. En junio la inflación anual al consumidor se mantuvo relativamente estable, situándose en 4,42%. Este nivel es superior al dato de diciembre pasado (3,66%) pero es menor que el registro de abril (4,64%), el valor más alto observado en los últimos años (**Cuadro 4**). La reducción de los últimos dos meses se ha concentrado en el IPC de alimentos y ha compensado el aumento observado en el IPC sin alimentos.
62. Para el semestre completo, la aceleración de la inflación anual se explica sobre todo por las alzas en los precios de transables sin alimentos ni regulados del IPC, por el aumento de los precios de los alimentos y en menor medida por los incrementos en los no transables sin alimentos ni regulados y en las comidas fuera del hogar. En contraste, los precios de los

regulados y de los alimentos perecederos ejercieron presiones a la baja sobre la inflación anual en este período (**Cuadro 4**). Cabe señalar que la variación del IPC en el año corrido asciende a 3,33%, por encima del punto medio del rango y superior al cambio acumulado en los primeros seis meses de 2014 (2,57%).

Cuadro 4

**Comportamiento de la inflación
a junio de 2015**

Descripción	dic-14	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	may-15	jun-15	Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje la aceleración del año corrido
	Total	3,66	3,82	4,36	4,56	4,64	4,41	4,42	100,00
Sin alimentos	3,26	3,20	3,41	3,46	3,44	3,72	3,72	0,01	42,53
Transables	2,03	2,28	3,26	3,46	3,64	3,74	4,17	0,01	65,10
No transables	3,38	3,47	3,50	3,56	3,67	3,83	3,98	0,10	25,00
Regulados	4,84	4,01	3,47	3,25	2,68	3,45	2,55	0,05	-47,57
Alimentos	4,69	5,41	6,77	7,37	7,70	6,16	6,20	36,58	57,47
Perecederos	16,74	16,78	19,68	21,57	16,99	8,34	10,73	694,21	-22,60
Procesados	2,54	3,70	5,62	5,99	7,00	6,55	6,00	-660,26	69,14
Comidas fuera del hogar	3,51	3,60	3,34	3,59	4,68	4,45	4,45	2,63	10,93
Indicadores de inflación básica									
Sin Alimentos	3,26	3,20	3,41	3,46	3,44	3,72	3,72		
Núcleo 20	3,42	3,58	3,62	3,70	3,97	4,06	4,24		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs	2,76	3,12	3,69	3,95	4,29	4,39	4,54		
Inflación sin alimentos ni regulados	2,81	2,97	3,40	3,52	3,65	3,79	4,06		
Promedio indicadores inflación básica	3,06	3,22	3,53	3,65	3,84	3,99	4,14		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

63. La variación mensual para el último mes observado se situó en 0,10%, nivel inferior que el esperado por el mercado (0,12%) y por la SGEE (0,18%).
64. En junio, el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica aumentó por noveno mes consecutivo y se situó en 4,1%, 15 pb por encima del registro de mayo y 108 pb más que el dato de diciembre pasado. Este promedio es el mayor observado desde octubre de 2009. Todos los indicadores aumentaron en junio respecto a mayo, excepto el IPC sin alimentos, el cual permaneció estable en 3,72% y registró el menor nivel. El IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos presenta el mayor nivel de todos los indicadores, situándose en 4,54%, mientras el IPC sin alimentos ni regulados cerró en 4,06% y el Núcleo 20 en 4,24% (**Cuadro 4**).
65. Dentro del subgrupo del IPC sin alimentos ni regulados, el componente transable continuó incrementándose, como lo viene haciendo desde agosto del año pasado sin interrupción. El dato a junio fue 4,17%, superando en 33 pb lo observado un mes atrás y mayor en 214 pb a lo observado en diciembre. La aceleración de este indicador ha seguido relacionada estrechamente con la depreciación acumulada del peso. Como se mencionó en el informe anterior, hasta enero de este año la transmisión de la depreciación a la inflación había sido baja, pero se aceleró en el resto del primer semestre de 2015.
66. En junio nuevamente las alzas en los rubros del componente transable del IPC sin alimentos ni regulados fueron generalizadas. En este segmento de la canasta sobresale las alzas mensuales de vehículos, periódicos y algunos electrodomésticos. En el caso de vehículos, cuyo peso en el IPC es de 4,4%, se acumuló un aumento de 8,5% en los primeros seis meses del año.
67. La variación anual del IPC no transable sin alimentos ni regulados aumentó nuevamente en junio situándose en 4,0% (15 pb más que en mayo). Este rubro también ha aumentado paulatinamente a lo largo del año (en diciembre su registro fue 3,4%). La tendencia ascendente

de este agregado se atribuye al aumento de los costos importados, a la depreciación, a una mayor indexación y a las alzas puntuales del rubro de servicios relacionados con diversión (por boletas de futbol), estas últimas en parte transitorias. A la fecha no es claro que existan presiones inflacionarias alcistas provenientes de la demanda, entre otras razones porque las estimaciones de la brecha del producto indican que esta se encontraría en terreno negativo y porque la demanda agregada se estaría desacelerando.

68. En junio específicamente, la aceleración de los no transables la explica las alzas de las boletas de futbol (según información suministrada por el DANE), los arriendos (que pasaron de 3,2% en mayo a 3,3% en este mes) y los ítems más directamente afectados por tasa de cambio como muebles y enceres del hogar cuya variación anual se incrementó de 3,9% a 4,1%.
69. Por su parte la variación anual del IPC de regulados se situó en junio en 2,55%, reduciéndose 90 pb frente al resultado de mayo. Este rubro se redujo al o largo del primer semestre, tendencia que se atribuye al descenso del precio de la gasolina a comienzos de año fundamentalmente, pues en junio se presentó un aumento. En el último mes, la disminución de la variación anual obedece a una reducción puntual en las tarifas de energía y gas domiciliario. Cabe señalar que estas dos variables han presentado una gran volatilidad en el pasado por lo que lo sucedido en junio no necesariamente corresponde a una tendencia que se seguirá observando en los próximos meses.
70. En junio la inflación anual de alimentos (6,2%) se mantuvo estable con respecto a mayo, pero cayó con respecto al máximo valor de los últimos trimestres registrado en abril (7,7%). Por componentes, se observó que los alimentos procesados bajaron de 6,6% en mayo a 6,0% en junio, ello gracias a una recuperación de la oferta de arroz y al descenso de su precio (de 3,4% en junio). En contraste, los perecederos pasaron de 8,3% en mayo a 10,7% en junio, luego de las caídas observadas en los dos meses anteriores: la reducción del precio de la papa en este mes no logró contrarrestar el aumento de precios de varias hortalizas y legumbres. La variación anual de las comidas fuera del hogar se mantuvo estable en 4,5%.
71. En materia de presiones de costos no laborales en junio se percibieron aumentos. Así lo sugiere un indicador como la variación anual de los precios al productor de la oferta interna (producidos y consumidos más importados) cuya variación anual pasó de 3,7% en mayo a 5,0% en junio, luego de las disminuciones de marzo y abril. Esta nueva alza, como la de meses anteriores, ha estado estrechamente ligada a la depreciación del peso: el IPP importado se situó en 12% en junio frente a una variación anual de 9,3% un mes atrás. Adicionalmente, el componente local aumentó de 2,4% a 3,2% en el último mes.
72. En lo corrido del año los salarios vienen mostrando ajustes compatibles con el rango meta de inflación. Los de la construcción se mantuvieron en junio en tasa anuales de alrededor del 4,0%. El ajuste anual del salario del comercio ascendió a 3,3% en junio, menor que el de meses anteriores.
73. 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 julio, se mantuvieron estables entre mayo y junio, situándose en 3,89%. La inflación esperada a doce meses, obtenida de la misma encuesta, cayó levemente de 3,17% en mayo a 3,11% en junio. A su vez las expectativas de inflación para 2, 3, 5 años medidas a partir del break-even inflation (BEI) en lo corrido de julio han disminuido 28pb, 23pb y 14pb, respectivamente, frente a los datos promedio de junio, aunque aumentaron 10pb para 10 años. De esta manera, los BEI a 2, 3 5 y 10 años se ubicaron en 2,95%, 2,88%, 3,04% y 3,92%, respectivamente.