



# VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de  
la Junta Directiva  
del Banco de la República

**Informe de política monetaria**



**BANCO DE LA REPÚBLICA  
SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS**

**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA DE FEBRERO DE 2015**

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

1. Los precios internacionales del petróleo cayeron nuevamente en las últimas semanas, luego de la ligera recuperación que se había observado en febrero. Lo anterior es consecuencia de los altos niveles que alcanzaron los inventarios mundiales, especialmente en los Estados Unidos, y de la perspectiva de que se alcanzaría un acuerdo con Irán respecto a su programa nuclear, permitiendo de nuevo el acceso del crudo iraní a los mercados internacionales.
2. Entretanto, durante las primeras semanas de marzo los precios internacionales de algunos bienes básicos se han situado en niveles más bajos, en promedio que los registrados en febrero. Este comportamiento se observó en las cotizaciones del café, del níquel y de algunos alimentos importados por Colombia. En contraste, los precios internacionales del carbón y del cobre han mostrado una ligera recuperación en las últimas semanas.
3. Las cifras de actividad real en los Estados Unidos a febrero, si bien exhiben una tendencia positiva pero menos pronunciada que lo observado al principio del año, indican que la economía mantuvo un comportamiento aceptable durante el primer trimestre. Adicionalmente, los indicadores de confianza de los hogares y de los empresarios continúan en niveles elevados y sugieren que el dinamismo continuaría en los próximos meses.
4. Los registros de febrero muestran que el mercado laboral estadounidense continuó con su recuperación. Lo anterior se corrobora en que la creación de empleo fue mayor que la esperada, la tasa de desempleo se redujo a 5,5% y en que siguen las mejoras de los indicadores alternativos que monitorea la Reserva Federal, como la tasa de subempleo y el desempleo de largo plazo.
5. La inflación anual a enero de los Estados Unidos se redujo en 90 puntos base (pb) y se ubicó en terreno negativo (-0,1%). Esta disminución se explica, principalmente, por la fuerte caída en el precio de los combustibles. La inflación, excluyendo energía y alimentos, se mantuvo en 1,6%. El cambio en el mensaje del comunicado de prensa del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) sigue sugiriendo que el primer incremento de su tasa de referencia ocurriría a principios del segundo semestre de 2015 y se implementaría de forma gradual.
6. Por su lado, los indicadores de actividad real de la zona del euro en los primeros meses de 2015 muestran un comportamiento heterogéneo. Los registros a enero de las ventas al detal y los índices a febrero de confianza de

empresarios y consumidores mostraron una tendencia positiva. En contraste, las cifras a enero de exportaciones y de producción industrial se estancaron.

7. La zona del euro se mantuvo en deflación en febrero, con una variación anual total de -0,3%, 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, se mantuvo estable en 0,6%. En este contexto, a comienzos de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) inició la compra de bonos soberanos ya anunciada en su reunión de enero.
8. Respecto a China, las cifras de enero y febrero apuntan a que habría continuado la desaceleración de esta economía. Las cifras de crecimiento anual de la producción industrial y de ventas al detal se ubicaron en los niveles más bajos desde 2008, mientras que la inversión en activos fijos mantuvo una clara tendencia decreciente.
9. En América Latina, los registros del PIB para el cuarto trimestre de 2014 muestran que las economías de Chile, Perú y México crecieron muy poco en comparación con el promedio de los últimos años. Entretanto, las cifras a enero del índice de actividad económica muestran alguna recuperación en Chile y Perú, mientras que en Brasil se acentuó la contracción que se inició en el segundo semestre de 2014.
10. Por otra parte, los bancos centrales de varios países asiáticos han disminuido sus tasas de interés. Se destaca el caso de China donde su banco central, en la reunión de marzo, redujo su tasa de interés en 25 pb para ubicarla en 5,35%. Por su parte, en América Latina se han observado reducciones en los últimos meses en las tasas de referencia en Chile, Perú y México. En contraste, en Brasil la tasa de política aumentó en 50 pb para situarse en 12,75%.
11. En cuanto a los mercados financieros internacionales, las tasas de los bonos de largo plazo de los principales países de la zona del euro se siguieron reduciendo en las últimas semanas, gracias al inicio del programa de compra de bonos soberanos por parte del BCE a comienzos de marzo. En contraste, las tasas de los bonos de largo plazo de los Estados Unidos mostraron alguna corrección desde los niveles bajos que se habían observado en los últimos meses; el dólar se apreció frente a las principales monedas del mundo.
12. En los mercados financieros de América Latina, las primas de riesgo se incrementaron en las últimas semanas, especialmente en Brasil. Por su parte,

las monedas de la región retomaron su tendencia a la depreciación frente al dólar, siendo particularmente marcada para el real brasilero y el peso colombiano. En el caso de esta última, el valor promedio para lo corrido de marzo es de COP 2.607 por dólar, lo cual representa una depreciación de 7,6% frente al promedio de febrero.

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

13. Durante 2014 las exportaciones totales cayeron 6,8% debido a una caída en precios que no alcanzó a ser compensada por las mayores cantidades exportadas. Esta disminución fue resultado de las menores exportaciones de bienes de origen minero (-9,8%) y del resto de exportaciones (-4,8%). Por su parte, las exportaciones de bienes de origen agrícola registran un crecimiento de 17,6% en el acumulado del año. En cuanto a los bienes de origen minero se destacan los menores valores registrados de crudo (-6,8%) y refinados (-34,6%), y dentro del resto de exportaciones los registrados en vehículos (-36,8%), resto de agrícolas (-35,8%) y carne (-66,2%). Los principales bienes de origen agrícola tuvieron un aumento conjunto de 31,3% en café, 9,4% en banano y 3% en flores. Por destinos, los bienes del rubro de resto de exportaciones registraron las principales caídas hacia Argentina (-68,9%), Venezuela (-7%) y Brasil (-11,7%).
14. Las exportaciones totales registraron una caída anual de 40,2% en enero, explicada por la disminución en las exportaciones de origen minero (-53,5%) y del resto de productos (-17,4%). En el caso del rubro de bienes mineros, se destacan las caídas en las ventas externas de crudo (-59,8%) y productos de la refinación del petróleo (-66,3%). De otro lado, las exportaciones de origen agrícola tuvieron un incremento de 44,1%, siendo el incremento en las exportaciones de café (102,7%) el de mayor relevancia dentro de este grupo.
15. Las caídas más significativas dentro del rubro de resto de exportaciones fueron las de carne (-83,3%), alimentos y bebidas (-9,2%) y maquinaria y equipo (-33%). El destino de mayor caída de estos rubros fue Venezuela, hacia donde no se registraron exportaciones de carne en enero, al tiempo que las exportaciones de alimentos y bebidas, y maquinaria y equipo, cayeron -94,7% y -77,5%, respectivamente.
16. Por otra parte, en diciembre las importaciones crecieron 11,2% en términos anuales, producto del aumento conjunto de los principales grupos de bienes importados: bienes intermedios (18,2%), bienes de capital (6,1%) y bienes de consumo (9,5%). Las mayores compras de bienes intermedios se concentraron

principalmente en combustibles y lubricantes (43,5%) y materias primas para la industria (9,9%). Por su parte, la mayor contribución al incremento en bienes de capital fue el aumento registrado en equipo de transporte (14,4%). Por último, en bienes de consumo se observó un aumento conjunto en bienes no durables (11,2%) y durables (7,8%).

17. Durante 2014 las importaciones crecieron 7,8%. Este crecimiento está asociado con la expansión generalizada en los principales rubros: 8,9% en las importaciones de bienes intermedios, 6,0% en las de capital y 8,6% en las de consumo. En el primer caso, los aumentos más importantes fueron en combustibles y lubricantes (18,3%) y materias primas para la industria (6%). En el caso de bienes de capital, los aumentos de mayor contribución fueron los de bienes de capital para la industria (6,1%) y equipo de transporte (6,8%). Finalmente, el crecimiento de bienes de consumo estuvo impulsado, tanto por el aumento en bienes durables (11,3%), como en bienes de consumo no duraderos (5,8%).

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

18. Según la información del DANE, el crecimiento anual de la economía colombiana para 2014 fue de 4,6%, tasa levemente inferior a la de 2013 (4,9%). Esta última cifra fue revisada al alza por esa entidad: pasó desde 4,7% a 4,9% (**Cuadro 1**).

19. Durante el cuarto trimestre de 2014, la actividad se expandió 3,5% en términos anuales. Este resultado se encuentra en la parte inferior del intervalo de pronóstico presentado en el anterior Informe sobre Inflación (entre 3,3% y 4,7%, con centro en 4,6%). El aumento entre trimestres fue de 0,7%.

20. La información más reciente del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) publicado por el DANE muestra que el agregado del cuarto trimestre del índice desestacionalizado se expandió 3,1% anual, cifra menor que el 3,9% registrado para el tercero. En particular, el dato desestacionalizado de diciembre sugiere que la actividad económica mostró un mejor comportamiento que el de los meses de octubre y noviembre (4,1% frente a 2,7% y 2,8%, respectivamente).

21. Los resultados muestran que la economía colombiana se ha venido desacelerando en lo corrido del año. En el primer semestre el PIB aumentó en promedio 5,3%, lo que contrasta con lo observado en el segundo (3,8%).

22. Por el lado de la oferta, los sectores que durante 2014 mostraron crecimientos superiores a los de la economía en su conjunto fueron la construcción (9,9%), los servicios sociales, comunales y personales (5,5%) y los servicios financieros (4,9%). En el primer caso, los subcomponentes que registraron un fuerte dinamismo fueron la construcción de edificaciones (7,4% anual) y las obras civiles (12%). En el segundo, los servicios de administración pública y defensa lideraron su comportamiento al crecer 6,2%. Por último, la expansión de los servicios financieros se explicó principalmente por el significativo impulso de la intermediación financiera, que creció 8,1%.
23. Los sectores menos dinámicos fueron la industria y la minería. En 2014, la industria presentó un crecimiento bajo (0,2%) con lo que completó tres años consecutivos de estancamiento. Al respecto, es importante señalar las importantes revisiones que en caso de la industria tuvo la información de las cuentas nacionales para los años 2012 y 2013. En el primer año pasó de -1,1% a 0,1%, mientras que en 2013 el dato inicial era de -1,0% y, una vez revisado, pasó a 0,6%.
24. Por su parte, la minería fue la única actividad que registró una contracción anual (-0,2%), que contrasta con el dinamismo de años anteriores (9,4% en promedio entre 2008 y 2013) (**Cuadro 1**).

### Cuadro 1

Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

Rama de actividad	2012 Año completo	2013 Año completo	2014				2014 Año completo
			I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2.5	6.7	6.2	0.3	1.7	0.9	2.3
Explotación de minas y canteras	5.3	5.5	6.1	-2.2	-1.2	-3.3	-0.2
Industria manufacturera	0.1	0.6	4.1	-2.0	-0.6	-0.3	0.2
Electricidad, gas y agua	2.3	3.2	4.4	3.7	4.0	3.1	3.8
Construcción	5.9	11.6	14.2	8.4	11.1	5.9	9.9
Edificaciones	5.9	11.2	6.8	1.0	14.1	7.5	7.4
Obras Civiles	6.0	12.1	24.8	14.3	7.1	3.8	12.0
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	3.9	4.5	5.5	4.1	4.2	4.5	4.6
Transporte, almacenamiento y comunicación	3.9	3.6	4.9	4.3	4.2	3.2	4.2
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	5.1	4.6	5.4	5.5	4.5	4.1	4.9
Servicios sociales, comunales y personales	4.6	6.0	7.6	5.5	4.7	4.2	5.5
<b>Subtotal Valor agregado</b>	<b>3.9</b>	<b>5.0</b>	<b>6.3</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>	<b>3.2</b>	<b>4.4</b>
Impuestos menos subsidios	5.4	3.9	7.5	8.2	7.4	8.3	7.8
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>4.0</b>	<b>4.9</b>	<b>6.4</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>	<b>3.5</b>	<b>4.6</b>

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

25. Los pocos indicadores disponibles para el primer trimestre de 2015 sugieren que el ritmo de expansión del aparato productivo se desaceleraría con respecto al registro del final del año anterior. En todo caso hay que tener presente que

el efecto de una alta base de comparación durante el mismo periodo de 2014, llevaría a una tasa de crecimiento menor en el trimestre.

26. Según los resultados de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM), en enero las ventas minoristas del comercio sin combustibles aumentaron a una tasa de 7,3% anual. Aunque es una expansión significativa, es menor que la registrada para el cuarto trimestre de 2014 (11,0%). Al descontar las ventas de vehículos, la expansión del indicador es de 10,0% anual durante el mismo mes (9,4% en el cuarto trimestre). Las ventas de vehículos tuvieron un aporte negativo, al contraerse un 6,6% anual.
27. La información del Comité Automotor Colombiano (ANDI, Fenalco y Econometría), se confirma el pobre desempeño del mercado de vehículos. En febrero, las ventas retrocedieron 7,6% anual, caída mayor que la observada en enero (-6,4%). El componente tendencial de esta serie revela una fuerte pendiente negativa, lo que sugiere un comportamiento semejante del consumo de bienes durables.
28. De acuerdo con la *Encuesta Mensual de Expectativas Económicas* (EMME) del Banco de la República a enero, la percepción de las ventas y las expectativas de inversión a seis meses registraron caídas con respecto al dato de diciembre. La correlación de estas series con el consumo privado y con la inversión distinta de construcción, respectivamente, indicarían un menor crecimiento de estos rubros del PIB durante el primer trimestre del año.
29. Por su parte, el Índice de Confianza de los Consumidores (ICC) publicado por Fedesarrollo mostró un retroceso en su nivel de febrero y acumuló la tercera caída consecutiva. En esta ocasión el ICC se encuentra por debajo de su promedio desde 2001. Al examinar sus componentes se observó una menor disposición de compra de bienes durables y de carros. Debido a lo anterior, se prevé una menor dinámica del consumo de los hogares, en particular en el gasto destinado a bienes durables.
30. Adicionalmente, el crédito de consumo en términos nominales se desaceleró nuevamente en febrero (12,75%) con respecto a lo registrado en enero y en promedio para el cuarto trimestre de 2014 (13,0% en ambos casos).
31. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el primer trimestre del año ofrecen señales mixtas. La producción de petróleo creció 2,5% en febrero, con un nivel que se mantuvo en un nivel por encima del millón de barriles (1,027mbd) por segundo mes consecutivo. En el primer bimestre del año la

producción de crudo se ha mantenido por encima del millón de barriles (1.030 mbd) y superior al supuesto contemplado en el escenario central (1.020 mbd).

32. Por su parte, la demanda de energía creció 3,0% anual, y su componente tendencial, aunque continuó creciendo, se ha desacelerado. Al desagregar por componentes, el regulado mostró una expansión (4,9%) y el no regulado decreció (-0,5%).
33. Las ventas al por menor, pese a la desaceleración, continúan expandiéndose por encima de sus tasas promedio, como ya se mencionó.
34. En contraste, de acuerdo con el DANE, en enero el índice de producción manufacturera se contrajo 2,5%. Cabe señalar que el comportamiento sectorial es bastante dispar: mientras que subramas como las industrias de elaboración de bebidas (7,4%), fabricación de sustancias y productos químicos básicos (13,3%), e industrias básicas de hierro y acero (12,6 %) mostraron crecimientos elevados, otras sub-ramas registraron caídas importantes, como es el caso de coquización, refinación de petróleo y mezcla de combustibles (-11,6%), elaboración de azúcar y panela (-13,1%) y actividades de impresión (-16,1%).
35. Adicionalmente, se debe mencionar que el DANE realizó cambios en la metodología de la Muestra Mensual Manufacturera.<sup>1</sup> Esto implicó que la actividad relacionada con la producción industrial de refinación de petróleo cobrara una mayor participación dentro del indicador (al pasar de 5,6% a 20,0%), en momentos en los cuales debido al cierre programado por Reficar, dicha subrama está cayendo de manera importante.
36. Si se hubieran mantenido los pesos de la metodología anterior los resultados hubieran sido: para la industria total -0,9%; para la industria sin trilla de café, -1,1% y para la producción excluyendo trilla de café y refinación de petróleo -0,5%. Bajo la nueva metodología los crecimientos fueron de -2,5%, -2,5% y -0,2%, respectivamente.
37. En el entorno anterior la tasa de desempleo continuó descendiendo al mes de enero pero a un ritmo menor que en meses anteriores. La creación de empleo se ha desacelerado, aunque el empleo asalariado continúa creciendo a tasas

---

<sup>1</sup> Entre los principales se destacan: Actualización de la nomenclatura de clasificación (de CIU 3 a CIU 4), Cambio de año base (de 2001 a 2014), se redujo el número de actividades de 48 sub-ramas a 39, se incrementaron el número de establecimientos al pasar de 1.383(EAM 1997) a 2.666 (EAM 2011) y se actualizaron las ponderaciones de acuerdo al valor agregado la Encuesta Anual Manufacturera (EAM 2011).

altas. Cabe señalar que la mayoría del empleo generado durante los meses recientes corresponde a trabajadores con educación superior.

38. La poca información disponible no permite realizar un ejercicio de pronóstico completo para el crecimiento del PIB para 2015. Por el momento, los indicadores publicados para lo corrido del año apuntan a una expansión en el primer trimestre inferior a la que se registró en el último de 2014. Lo anterior debido entre otras razones a una alta base de comparación (como el caso del PIB de obras civiles). En esas condiciones, para todo 2015 se mantiene el rango de pronóstico entre 2,0% y 4,0%, con 3,6% como cifra más probable.
39. La tendencia de la desaceleración del PIB es confirmada por el inverso aditivo del Índice de Riesgo construido por el Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercado del Banco de la República. Algo similar se desprende de otros ejercicios de proyección.

### III. Comportamiento de la inflación y precios

40. En febrero la inflación anual al consumidor se aceleró por quinto mes consecutivo, situándose en 4,36% y superando en 54 puntos base (pb) el registro de enero (**Cuadro 2**). En términos mensuales, la variación ascendió a 1,15%, cifra mayor que la esperada por el mercado (0,64%) y por la SGEE. Como en los meses anteriores, la aceleración de la inflación se explicó principalmente por alzas en los precios de los alimentos y en segundo lugar por aumentos en los precios de bienes de naturaleza transable.
41. En lo corrido del año, el aumento acumulado de precios asciende a 1,80%. Esta aceleración es explicada en un 84% por las alzas en los precios de los alimentos, en un 41% por los precios de los transables sin alimentos ni regulados y en un 5,9% por los no transables. En este período, la canasta de regulados contribuyó negativamente en 31%.
42. En febrero, la inflación básica también aumentó por cuarto mes consecutivo. El promedio de los cuatro indicadores estimados por el Banco se situó en 3,53% en febrero, 31 pb más que el registro de enero y el mayor nivel desde octubre de 2009. Los cuatro indicadores aumentaron en esta oportunidad, siendo el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos el que presentó la mayor aceleración y alcanzó el mayor nivel (3,7%). La inflación sin alimentos, por su parte, aumentó de 3,2% a 3,4% (**Cuadro 2**).

## Cuadro 2

### Comportamiento de la inflación a febrero de 2015

Descripción	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	ene-15	feb-15	Participación	
								en la aceleración del mes	en la aceleración del año corrido
<b>Total</b>	<b>1,94</b>	<b>2,51</b>	<b>2,79</b>	<b>2,86</b>	<b>3,66</b>	<b>3,82</b>	<b>4,36</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>2,36</b>	<b>2,62</b>	<b>2,66</b>	<b>2,70</b>	<b>3,26</b>	<b>3,20</b>	<b>3,42</b>	<b>29,11</b>	<b>16,03</b>
Transables	1,40	1,65	1,94	1,59	2,03	2,28	3,26	42,58	41,11
No transables	3,76	3,55	3,45	3,26	3,38	3,47	3,50	2,78	5,91
Regulados	1,05	2,21	2,14	3,25	4,84	4,01	3,46	-16,25	-31,00
<b>Alimentos</b>	<b>0,86</b>	<b>2,23</b>	<b>3,11</b>	<b>3,25</b>	<b>4,69</b>	<b>5,41</b>	<b>6,78</b>	<b>70,89</b>	<b>83,97</b>
Perecederos	-0,16	3,17	8,92	7,61	16,74	16,78	19,68	20,57	18,62
Procesados	-0,24	0,92	1,44	2,14	2,54	3,70	5,62	54,54	67,19
Comidas fuera del hogar	3,26	4,13	3,52	3,23	3,51	3,60	3,34	-4,22	-1,85
<b>Indicadores de inflación básica</b>									
Sin Alimentos	2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,20	3,42		
Núcleo 20	2,72	2,86	3,04	2,89	3,42	3,58	3,62		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs	2,19	2,53	2,53	2,39	2,76	3,12	3,69		
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,74	2,81	2,55	2,81	2,97	3,40		
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>	<b>2,51</b>	<b>2,69</b>	<b>2,76</b>	<b>2,63</b>	<b>3,06</b>	<b>3,22</b>	<b>3,53</b>		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

43. Dentro del IPC sin alimentos, la variación anual de transables en febrero fue de 3,3%, una cifra que no se veía desde enero de 2005 y cerca de 100 pb más que lo observado un mes atrás. Con estos resultados, la trasmisión de la depreciación acumulada del peso a la inflación, que hasta enero había sido relativamente baja comparada con episodios anteriores y menor que la prevista, ha tendido a normalizarse. Cabe recordar que las estimaciones efectuadas sobre la magnitud de esta trasmisión indican que esta es alrededor del 5% (es decir, una depreciación de 10% causa una inflación total al consumidor del 0,5%).
44. En febrero, se presentaron alzas en un amplio conjunto de bienes y servicios transables (excluyendo alimentos y regulados). Sobresalió el aumento del IPC de automóviles, que con una variación mensual de 2,9% en este mes, acumula un alza ligeramente mayor a 6,0% desde el mes de octubre del año pasado. El peso de este rubro en la canasta es de 4,4%, el tercero más importante después de arriendos (efectivos e imputados) y comidas fuera del hogar. Otros ítems transables que también aumentaron de manera importante en este mes fueron periódicos (3,2%), servicios de telefonía (2,7%), textos escolares (2,7%), celulares (2,4%) y, en general una amplia gama de electrodomésticos y aparatos electrónicos que en el pasado presentaron reducciones en precios por un período prolongado.
45. Respecto al IPC no transable sin alimentos ni regulados, en el último mes se observó una aceleración leve en su variación anual (a 3,50%, desde 3,47% en enero) que no estaba prevista en los pronósticos de la SGGE. La principal

razón de este aumento fueron los ajustes en las tarifas de los servicios de educación (pensiones y matrículas) y en los servicios de salud, que en esta oportunidad fueron mayores que en el mismo mes del año pasado. En el caso de la educación, los aumentos de febrero usualmente concentran más del 90% de los reajustes del año completo y tenderán a permanecer durante todo el año. Por otro lado, en cuanto a arriendos en febrero se observó de nuevo una reducción en su variación anual al ubicarse en 2,86% (frente a 2,97% de enero). A pesar del aumento leve y puntual de la inflación de no transables se puede seguir afirmando que las presiones inflacionarias originadas en la demanda continuaron siendo bajas a comienzo de año.

- 46.El IPC de regulados se redujo en febrero tal y como se esperaba; en esto incidió la reducción del precio interno de la gasolina decretada por el gobierno nacional a finales de enero (por COP 138) y el 23 de febrero (por COP 300). Sin embargo, la caída observada del IPC de gasolina de 2,2% solo incluye una cuarta parte de la reducción ordenada a finales de febrero. Las otras tres cuartas partes deberán afectar el resultado de marzo. El IPC de las tarifas de gas domiciliario subió en esta oportunidad pero en menor medida que el año pasado, por lo que ejerció presiones a la baja sobre la variación anual del grupo. También se registraron algunos aumentos en tarifas de energía y acueducto.
- 47.La variación anual de alimentos aumentó de 5,4% en enero a 6,8% en febrero, resultado superior de lo previsto. El 58% de esta aceleración se explicó por el aumento en del IPC de arroz (17,2% en el mes), el cual se suma a las alzas de cerca de 12% acumuladas en los dos meses anteriores. El precio del arroz estaría siendo afectado principalmente por las menores siembras de meses atrás, ante los bajos precios de 2013 y comienzos de 2014, así como por las expectativas sobre la aparición de un fenómeno de El Niño. Sin embargo, tampoco se descarta que, ante las mayores necesidades de importaciones para suplir el déficit interno, la depreciación del peso se esté transfiriendo en algún grado al precio interno.
- 48.Otros alimentos, cuyos precios también subieron de manera importante en el último mes fueron los de la papa y las hortalizas y legumbres: en conjunto estos productos contribuyeron con cerca del 30% de la aceleración de la inflación de alimentos en este mes. En ambos casos, la oferta estaría siendo reducida también como resultado de los bajos precios observados en el pasado y de los mayores riesgos que generaba un fenómeno de El Niño. Respecto a los precios de los alimentos de origen importado, como cereales y aceites, en febrero se presentaron algunas alzas que podrían responder a la depreciación

del peso. No obstante, estos ajustes han sido de baja magnitud, quizá en parte debido a que los precios internacionales se han sostenido en niveles inferiores a los del año pasado. En otros productos como el pollo no hubo reajustes de importancia y en huevos se presentaron incluso disminuciones de cierta consideración (-2,7% en el mes). Finalmente, la variación anual de comidas fuera del hogar se redujo en febrero a 3,3% (desde 3,6 en enero), lo que apoya la idea de que las presiones de demanda siguen contenidas.

49. En materia de presiones de costos no laborales, la variación de los precios al productor sugiere que este ha sido creciente en meses recientes debido al impacto de la depreciación y a las alzas en los precios de bienes agropecuarios. Sin embargo, en el mes de febrero estas presiones pueden haber cedido un poco en la medida en que la variación anual del IPP (mediada como la suma de precios de bienes producidos y consumidos más bienes importados) se redujo a 5,0% desde 6,4% un mes atrás. En parte, esto habría sido posible por la reducción del precio de los productos mineros y, en particular, por la caída del precio del petróleo y sus derivados.

50. A comienzos de año, los salarios siguieron mostrando ajustes compatibles con la meta de inflación. Los de la industria se ajustaron a una tasa anual de 2,6% en enero en tanto que los de la construcción lo hicieron al 4,0%. En ambos casos muy similar a lo que se observó en meses anteriores. Para el comercio se presentó una desaceleración importante a un ritmo anual de 5,0%. La aceleración que se presentó en el cuarto trimestre del año pasado en esta variable, habría sido un hecho puntual que está en proceso de revertirse.

51. 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 marzo, aumentaron en 30 pb frente al mes anterior, situándose en 3,65%. La inflación esperada a doce meses, obtenida de la misma encuesta, se mantuvo estable en 3,2%. Por otra parte, las expectativas de inflación para 2, 3, 5 y 10 años, estimadas a partir de los papeles de deuda pública aumentaron en lo corrido de marzo 10 pb., 13 pb, 17 pb y 19 pb frente a los datos promedio de febrero, ubicándose en 3,88 %, 3,71 %, 3,59 % y 3,88 % respectivamente.