



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

ABRIL DE 2015

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. En lo corrido de mayo el precio internacional del petróleo continuó recuperándose y su promedio fue mayor que el registro de abril y que el pronóstico del equipo técnico del Banco para todo 2015. La depreciación del dólar y las menores expectativas de producción del crudo en Estados Unidos explicaron gran parte de este incremento. Pese a lo anterior, los precios del petróleo siguen siendo inferiores al promedio registrado en los últimos cinco años.
2. Por su parte, las cotizaciones del níquel y de otros metales exportados por algunos países de la región se han recuperado, mientras que los precios del café y de algunos alimentos que importa Colombia han caído. El anterior comportamiento de los precios de los bienes que exporta e importa el país indican que en 2015 los términos de intercambio serán bastante menores que el registro del año anterior y similares a los registrados a comienzos de 2009. Esto último afectará de forma negativa la dinámica del ingreso nacional.
3. La última información de actividad económica mundial confirmó que la demanda externa relevante para Colombia está creciendo menos que lo observado en 2014. En el primer trimestre de 2015 el crecimiento del PIB de los Estados Unidos (0,2% t/a) se desaceleró más de lo esperado, hecho que se atribuye, en gran parte, a factores transitorios. En el mismo periodo la zona del euro presentó una expansión baja, aunque algo superior que la proyectada. China continúa con menores ritmos de aumentos en su PIB y las principales economías de la región presentan crecimientos bajos o incluso negativos.
4. En Estados Unidos, los indicadores de actividad real disponibles para el segundo trimestre sugieren que la recuperación se estaría dando de forma más lenta que lo proyectado. En el mercado laboral, la creación de empleo continúa a un ritmo favorable. En abril la tasa de desempleo se redujo a 5,4% y los indicadores alternos que monitorea la Reserva Federal, como la tasa de subempleo y el desempleo de largo plazo, siguieron mejorando. Con respecto a la inflación, su registro anual a marzo fue negativo (-0,1%), hecho explicado principalmente por la fuerte caída en el precio de los combustibles. Al excluir energía y alimentos, la inflación pasó de 1,7% en febrero a 1,8% en marzo.

5. Con el anterior contexto, las últimas minutas del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal (Fed) sugieren que la tasa de interés podría subir hacia finales del año.
6. En la zona del euro, durante los primeros tres meses del año el crecimiento del PIB (0,4% trimestral) representó una ligera recuperación frente a lo observado a finales de 2014 (0,3%). Adicionalmente, los indicadores de confianza y las encuestas industriales de abril sugieren que este comportamiento favorable podría continuar en los próximos meses. En abril la inflación fue de 0%, como consecuencia principalmente de los menores precios de los combustibles. Al excluir alimentos y combustibles, la inflación básica se desaceleró marginalmente a 0,6%. El Banco Central Europeo (BCE) anunció que incrementaría su programa de compra de activos financieros durante los meses de mayo, junio y septiembre (de EUR 60 mil millones –mm- a EUR 70 mm) y que los reduciría en julio y agosto (de EUR 60 mm a EUR 40-45 mm).
7. Respecto a China, su crecimiento se desaceleró de 7,3% en el cuarto trimestre de 2014 a 7,0% en el primero de 2015. Las cifras de abril indican que este menor ritmo de aumento continuó. La expansión anual de la producción industrial y de las ventas al detal se mantuvo en los niveles más bajos desde 2008, mientras que la inversión en activos fijos preservó una clara tendencia decreciente. La inflación en abril se situó en 1,5%. En este contexto, su banco central redujo su tasa de interés de referencia en 25 puntos base (pb).
8. En América Latina, las cifras de crecimiento económico para el primer trimestre del año muestran alguna recuperación en Chile y Perú respecto a lo observado tres meses atrás, mientras que en México su PIB se desaceleró levemente. Sin embargo, estas economías continúan expandiéndose a tasas relativamente modestas. Por su parte, el índice de actividad económica a marzo de Brasil sugiere que durante el primer trimestre habría continuado la contracción que inició el año anterior.
9. La inflación en las economías de América Latina continuó mostrando un comportamiento heterogéneo. En Chile se ha reducido y converge lentamente a su meta, mientras que las de Perú y México no han presentado cambios importantes y se encuentran cercanas al 3%. En contraste, la variación anual de los precios en Brasil sigue alta y con tendencia creciente.
10. En cuanto a los mercados financieros internacionales, en lo corrido de mayo las tasas de interés de los bonos de largo plazo de los principales países de la zona del euro y de los Estados Unidos se incrementaron. El aumento en las

expectativas de inflación y de los precios del petróleo, lo cual redujo las preocupaciones deflacionarias en la zona del euro, y la posible sobrevaloración de los bonos, explicarían gran parte de este incremento.

11. En América Latina, el promedio de las primas de riesgo se redujo en mayo, pero permanece en niveles mayores a los promedios observados en 2014. El dólar, que en abril y comienzos de mayo se había depreciado frente a la mayoría de las monedas, en la última semana cambió dicha tendencia. Este comportamiento reciente ha sido especialmente acentuado frente al peso colombiano.

a. Exportaciones e importaciones

12. En marzo de 2015 las exportaciones totales registraron una caída anual de 22,8%, asociada principalmente con un descenso en los precios. Dentro de los principales grupos, solo los de origen agrícola presentaron aumento (28,8%). Los de origen minero y el resto de exportaciones cayeron 31,6% y 13,2%, respectivamente. En el caso de bienes agrícolas se registró un aumento en las exportaciones de café (39%), flores (18,8%) y banano (24,8%). La caída en el rubro de bienes mineros se explicó por las menores exportaciones de crudo (-44%) y productos de la refinación del petróleo (-50,8%). En este grupo se destaca el aumento de 86% en las exportaciones de carbón.

13. Dentro del resto de exportaciones las principales contribuciones a la caída fueron las de productos químicos (-15,6%), alimentos y bebidas (-20,2%) y minerales no metálicos (-28,5%). Por destinos se registró un aumento de este tipo de exportaciones hacia Venezuela de 9,7%, al tiempo que cayeron hacia Estados Unidos (-1,1%), Ecuador (-18,5%) y el resto de destinos (-18,1%).

14. En el primer trimestre del año las exportaciones totales cayeron 30,2%, a lo cual contribuyeron las exportaciones de bienes de origen minero (-41,8%) y del resto de productos (-11,6%). Del lado de los bienes de origen agrícola, se observó un crecimiento de 24,5%. Las exportaciones de bienes de origen minero se vieron afectadas en gran medida por la caída de 48,4% en las exportaciones de crudo y de 63,4% en las de refinados. Dentro del resto de exportaciones se registraron caídas significativas en productos químicos (-5,7%) y alimentos y bebidas (-6,8%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola crecieron gracias a los aumentos en café (50,6%) y flores (5,5%).

15. Por otra parte, en marzo las importaciones CIF cayeron 5,5% en términos anuales. Esto se explica por las menores importaciones de materias primas y productos intermedios (-9,6%) y de bienes de capital y materiales de construcción (-6,1%), lo cual fue consecuencia en mayor medida del descenso de 22,5% en las compras de combustibles y lubricantes y de 7,5% en bienes de capital para la industria, respectivamente. Las importaciones de bienes de consumo crecieron 4,1%, y este incremento se explica por las mayores compras de bienes no durables (10,4%), ya que las de bienes durables disminuyeron 1,6%.
16. Durante el primer trimestre del año las importaciones CIF cayeron 4,4%. Esta contracción se explica por una disminución en importaciones de bienes de intermedios (-15,5%), no compensada por los aumentos de 7,4% y 2,3% registrados en bienes de capital y de consumo, respectivamente. La caída de bienes intermedios se asocia en mayor grado a la reducción de 44,1% en combustibles y lubricantes. El aumento en bienes de capital se explica por el crecimiento de 44,8% en las compras de equipo de transporte, mientras, las importaciones de bienes de consumo no durable tuvieron un incremento de 7,6%, compensado parcialmente por la contracción de 2,7% en productos de consumo durable.
17. Según estas últimas cifras de comercio exterior del DANE, el déficit comercial de bienes para el primer trimestre estaría alrededor de USD 4.047 m. Esta cifra no se amplió con respecto al cuarto trimestre (USD 4.053 m) según la metodología del DANE. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el cálculo en la balanza de pagos y los datos del DANE varían por: i) los registros de comercio exterior del DANE subestiman las exportaciones de la balanza comercial debido a que no incluyen las ventas externas de oro hechas desde las zonas francas; y, ii) estos registros tampoco incorporan otras operaciones especiales de comercio.

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

18. Los indicadores más recientes de la actividad económica para el primer trimestre de 2015 permiten mantener el rango de pronóstico de crecimiento del PIB presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 2,0% y 3,5% con cifra más probable de 2,7%).
19. De acuerdo con la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas totales de este sector sin combustibles crecieron 4,1% anual

en marzo de 2015. Lo anterior significó un crecimiento de 5,4% anual para el agregado del primer trimestre, cifra menor que el 11,0% del cuarto trimestre de 2014. Sin ventas de vehículos el aumento fue de 5,7% durante el mismo mes, y para todo el trimestre fue del 8,0%, lo que representó una desaceleración frente al registro de los tres últimos meses de 2014 (9,4%). El comportamiento de las ventas al por menor en marzo fue anticipado por la SGEE y contemplado en los pronósticos del consumo y del PIB que se presentaron en el *Informe de Inflación* trimestral anterior.

20. Por su parte, las ventas de vehículos reportadas en la misma encuesta cayeron 3,2% anual en marzo, lo que en consecuencia significó una contracción de 8,8% en este renglón del comercio minorista durante el primer trimestre de 2015. Esta cifra contrasta con el registro de 19,1% de expansión anual para estas ventas durante el cuarto trimestre de 2014. Cabe señalar que a finales de 2014 se organizó el XIV Salón del Automóvil, lo cual supuso un mayor volumen de comercialización de vehículos durante dicho periodo.
21. En la misma dirección apunta el comportamiento del balance de la pregunta sobre la situación de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República. Dicho ítem registró nuevos deterioros en marzo, lo cual sugiere que el consumo de los hogares (serie con la que guarda estrecha correlación) se habría desacelerado durante el primer trimestre de 2015.
22. A pesar de lo anterior, los indicadores del mercado laboral continúan con un buen desempeño. Con información del trimestre móvil terminado en marzo, se observaron nuevos descensos anuales de la tasa de desempleo, explicados, en principio, por incrementos del empleo asalariado y el empleo formal. Cabe señalar que el empleo es una variable macroeconómica cuya respuesta a la reducción del crecimiento económico es rezagada.
23. Con respecto a los indicadores de inversión, el balance de expectativas en la EMEE sugiere que la formación bruta de capital fijo, distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles, se habría expandido a un ritmo menor que el registrado un trimestre atrás. Lo anterior se confirma al revisar la dinámica de las importaciones de bienes de capital (sin aviones), las cuales, a febrero, han registrado menores niveles que a finales de 2014.
24. Por el lado de la oferta, para el primer trimestre la información disponible continúa mostrando un débil comportamiento de la industria. De acuerdo con el DANE, en marzo el índice de producción industrial se contrajo 0,1% anual,

cifra inferior a la esperada por la SGEE (2,1%). El componente tendencial de la serie tiene una pendiente negativa. Al excluir la refinación de petróleo, el indicador crece 2,3%, pero su componente tendencial tiene una pendiente casi nula, lo que indicaría un estancamiento. Cabe señalar que existe una alta heterogeneidad dentro de las subramas que componen la industria; mientras que se presentaron expansiones importantes en la producción de hierro y de acero (21,6 %), confección de prendas de vestir (17,4 %), procesamiento y conservación de carne y pescado (14,3 %), y fabricación de productos de plástico (11,2 %), estas fueron contrarrestadas por las caídas significativas de coquización, refinación de petróleo y mezcla de combustible (-11,0 %) y fabricación de productos elaborados de metal (-12,1 %).

25. En lo que respecta a la construcción, en marzo la producción y los despachos de cemento se desaceleraron significativamente a 1,7% y 3,7% respectivamente. Al analizar el comportamiento de los primeros tres meses, ambos rubros se aceleraron frente al último trimestre del año pasado. En esos periodos la producción de cemento pasó de 6,0% a 7,8% mientras que los despachos pasaron de 6,8% a 8,1%. Por el contrario, las licencias de construcción mostraron una contracción de 10,4% en el primer trimestre del año, en promedio.
26. La desaceleración del PIB prevista para el primer trimestre es confirmada por el desempeño del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) publicado por el DANE. En febrero su expansión anual fue del 2,1%, por debajo del 2,8% de enero. Para el agregado del bimestre la cifra fue de 2,4%, menor que el registro del cuarto trimestre de 2014 (3,2%).
27. Respecto al segundo trimestre de 2015, aunque la información disponible es limitada, permite prever que el aumento del PIB durante dicho periodo sería bajo, similar al que se observaría para los primeros tres meses del año.
28. A pesar de que en abril el índice de confianza de los consumidores (ICC) publicado por Fedesarrollo se recuperó marginalmente frente a marzo, su nivel continuó significativamente por debajo de su promedio para el primer trimestre y de aquel calculado desde 2001. El dato de abril es comparable con aquellos registrados en la segunda mitad de 2009. Al descomponer el ICC entre condiciones económicas (ICE) y expectativas de mediano y largo plazos (IEC), este último componente es el que tiene niveles más bajos.
29. En abril se registró una desaceleración del ritmo de crecimiento del crédito de los hogares. La cartera de consumo (en términos nominales) se expandió

12,9% en dicho mes, cifra levemente menor que el 13,1% de marzo y que el 13,4% de diciembre. Por su parte, las tasas de interés para los hogares (en términos reales) se han mantenido relativamente estables.

30. Por el lado de la oferta, con información a abril de 2015 los indicadores sugieren comportamientos dispares. Entre las noticias favorables se destacan el incremento en la producción de petróleo y café, mientras otras como la demanda de energía han sido menos favorables.
31. La producción de petróleo reportó un crecimiento anual de 9,6% en abril y se mantuvo por encima del millón de barriles diarios (1,025 mbd). En lo corrido del año la producción ha sido en promedio de 1,027 mbd, con resultados superiores a las proyecciones del sector presentadas en el anterior informe trimestral (1,020 mbd). Esto implica un crecimiento del sector cercano al 4,7% en lo que va corrido del año. La producción de café subió 11,1% anual en abril (924 mil sacos), con lo que en lo corrido del año acumula 3,8 millones de sacos (8,3% superior al año anterior).
32. En contraste, en abril la demanda de energía total creció 2,1% anual, cifra menor que el 3,3% del primer trimestre. El componente regulado se expandió 3,4%, mientras que el no regulado cayó 0,4%. Su componente tendencial tiene una pendiente positiva, menor que la observada en meses anteriores.

III. Comportamiento de la inflación y precios

33. La inflación anual al consumidor aumentó nuevamente en abril, y se situó en 4,64%, 8 pb más que el registro del mes anterior y por encima de los pronósticos de los analistas y del equipo técnico del Banco de la República (**Cuadro 2**). En el año corrido, el incremento acumulado del IPC ascendió a 2,95%, cifra superior a la registrada en igual período del año anterior (1,98%). La variación mensual del IPC en abril fue de 0,54%, frente a unos pronósticos de los analistas y de la SGEE de 0,37% y 0,34%, respectivamente.
34. El grueso de la aceleración de la inflación anual en el último mes corrió, una vez más, por cuenta del IPC de alimentos, cuyos resultados superaron los pronósticos efectuados por el equipo técnico del Banco. Adicionalmente, en abril también se observaron algunas presiones alcistas originadas en las canastas de transables y no transables sin alimentos ni regulados (**Cuadro 2**).

35. Respecto a la inflación básica, en abril también se observó una aceleración de tres de los cuatro indicadores, así como del promedio (3,84%, frente a 3,65% de un mes atrás). Así, se cumplen 7 meses de alzas continuas en este indicador. El IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos presenta el registro más alto (4,3%) y es el primero que supera el techo del rango meta. Le siguen en orden, descendente, el núcleo 20, el IPC sin alimentos ni regulados y el IPC sin alimentos, el cual se mantuvo estable en 3,4% (**Cuadro 2**).
36. Dentro del IPC sin alimentos, como se esperaba, las mayores presiones alcistas se concentraron en la canasta de transables, cuyos precios han seguido reajustándose paulatinamente y con rezago respecto a la depreciación acumulada del peso. Así la variación anual de esta canasta pasó de 3,46% en marzo a 3,64% en abril (Cuadro 2). Los aumentos de precios se siguieron presentando en una amplia gama de productos, pero en esta oportunidad, sobre todo, en electrodomésticos, vehículos y aditamentos, y en las medicinas.
37. La variación anual del IPC de no transables aumentó 11 pb entre marzo y abril, y se situó en el último mes en 3,67%. Este indicador muestra una leve tendencia ascendente desde diciembre del año pasado, que no ha sido plenamente anticipada por los modelos del Banco. En lo corrido del año los aumentos se han dado principalmente en las tarifas de la televisión por cable, turismo, servicios de educación, seguros de vehículos y de salud, servicios bancarios, mecánica y consulta médica, entre otros. En abril las presiones alcistas sobre la variación anual se concentraron en los seguros de vehículos, en otros gastos de ocupación de vivienda (pago de administración), en boletas de fútbol y en arriendos, ítem que interrumpió la tendencia descendente que mostraba desde el año pasado.
38. Las razones para estas alzas podrían explicarse por la indexación de varios de estos precios a la inflación de finales del año pasado y como consecuencia del alza del salario mínimo (4,6%). Tampoco no se puede descartar alguna transmisión indirecta, vía costos, de la depreciación. De acuerdo con las proyecciones de crecimiento y de las estimaciones de la brecha del producto (de cero en el primer trimestre), las presiones de demanda no deberían estar jugando un papel relevante. Adicionalmente, las disminuciones en los precios de las boletas de fútbol fueron mucho menores que las esperadas y no compensaron las alzas de finales del año pasado. Esto último también contribuyó a dejar la variación anual de todo el grupo de no transables en niveles relativamente altos.

Cuadro 2

Comportamiento de la inflación a abril de 2015

Descripción										Participación	Participación
	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	en porcentaje en la aceleración del mes	en porcentaje en la aceleración del año corrido
Total	1,94	2,51	2,79	2,86	3,66	3,82	4,36	4,56	4,64	100,00	100,00
Sin alimentos	2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,20	3,41	3,46	3,44	-20,44	12,61
Transables	1,40	1,65	1,94	1,59	2,03	2,28	3,26	3,46	3,64	48,01	38,16
No transables	3,76	3,55	3,45	3,26	3,38	3,47	3,50	3,56	3,67	40,39	9,21
Regulados	1,05	2,21	2,14	3,25	4,84	4,01	3,47	3,25	2,68	-108,83	-34,75
Alimentos	0,86	2,23	3,11	3,25	4,69	5,41	6,77	7,37	7,70	120,44	87,39
Perecederos	-0,16	3,17	8,92	7,61	16,74	16,78	19,68	21,57	16,99	-176,91	8,04
Procesados	-0,24	0,92	1,44	2,14	2,54	3,70	5,62	5,99	7,00	182,91	68,78
Comidas fuera del hogar	3,26	4,13	3,52	3,23	3,51	3,60	3,34	3,59	4,68	114,44	10,57
Indicadores de inflación básica											
Sin Alimentos	2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,20	3,41	3,46	3,44		
Núcleo 20	2,72	2,86	3,04	2,89	3,42	3,58	3,62	3,70	3,97		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs	2,19	2,53	2,53	2,39	2,76	3,12	3,69	3,95	4,29		
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,74	2,81	2,55	2,81	2,97	3,40	3,52	3,65		
Promedio indicadores inflación básica	2,51	2,69	2,76	2,63	3,06	3,22	3,53	3,65	3,84		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

39. En abril se observó nuevamente una reducción en la variación anual de regulados (a 2,68%), la cual se explica, principalmente, por el comportamiento del precio de la gasolina que en este mes se mantuvo relativamente estable, cuando en abril del año pasado había registrado un alza. Algo similar sucedió con los rubros de transporte público y de energía eléctrica. Por el contrario, se presentaron aumentos en las tarifas de acueducto (las cuales fueron previstas) y en las de gas natural. Respecto a este último ítem cabe señalar que el ajuste anual sigue siendo alto (9,5%).
40. En cuanto a los alimentos, la variación anual en abril fue de 7,70%, aumentando 33 pb frente al dato de marzo. Los modelos de corto plazo de la SGEE preveían un leve descenso en este indicador. En el año corrido el IPC de alimentos reporta un aumento acumulado de 5,6%.
41. A diferencia de meses anteriores, en abril el impulso no provino de los alimentos perecederos ni del arroz, pero sí de los alimentos procesados diferentes al arroz, de las comidas fuera del hogar y de la carne de res. Si bien, en este último mes el precio del arroz aumentó, lo hizo poco (solo 0,5%) frente a las alzas de meses anteriores (cerca del 33% en el primer trimestre). Por el contrario, se presentaron incrementos de alguna consideración, y mayores que en el pasado reciente, en los precios de alimentos de origen importado como los cereales (pan, pastas, etc.) y aceites y grasas, así como en productos exportados, como el azúcar y dulces. Es probable que en estos casos se esté presentando, con un rezago mayor al usual, la transmisión de la depreciación a los precios internos. En el caso de las comidas fuera del hogar, después de exhibir una variación anual en torno al 3,5% durante varios

trimestres, en abril se presentó un salto a 4,7%, lo que obedece tanto a una base de comparación muy baja en abril del año pasado como a un ajuste mensual superior al de meses recientes. Al parecer los aumentos en costos (por los altos precios de los alimentos) se transmitieron a este segmento del IPC. Finalmente, el alza en el precio de la carne de res en abril haría parte de los ajustes característicos de la fase de retención ganadera (el IPC de carne de res presenta una variación anual de 4,5%).

42. En abril los precios de los alimentos perecederos ejercieron presiones a la baja luego de las alzas observadas en meses anteriores, fundamentalmente debido al comportamiento del precio de la papa, el cual cayó después de cinco meses de incrementos continuos. Otros alimentos perecederos continuaron incrementando sus precios, aunque a un ritmo menor que el de meses anteriores.
43. En abril los costos de producción habrían seguido presionados por la depreciación acumulada del peso, aunque estarían siendo compensados por presiones a la baja en los bienes de origen agropecuario. En efecto, la variación anual del IPP descendió de 5,1% en marzo a 4,3% en abril, gracias a que la variación del IPP de producidos y consumidos disminuyó (de 3,5% en marzo a 2,7% en abril) resultado de menores ajustes en los precios agropecuarios. Por el contrario, la variación anual del IPP importado se mantuvo en niveles muy altos (de 10,3%).
44. En materia de costos laborales, las presiones sobre la inflación siguen siendo escasas. Los dos indicadores disponibles – salarios de la construcción y del comercio – se ajustan a tasas anuales de no más de 4,0%, lo que es compatible con el cumplimiento de la meta de inflación.
45. En este contexto las expectativas de inflación a diciembre de 2015 aumentaron; sin embargo, las de doce meses o más tendieron a mantenerse ancladas a la meta del 3,0%. En el caso de la encuesta mensual realizada por el Banco de la República a los analistas del mercado a comienzos de mayo, la inflación esperada para diciembre se situó en 3,92%, cifra por encima del dato reportado hace un mes (3,76%). Para un horizonte de doce meses las expectativas obtenidas con esta encuesta se mantuvieron alrededor de 3,15%, mientras que las de dos años continuaron alrededor de 3,0%. A su vez, las expectativas de inflación derivadas de la curva de rendimiento de los TES para 2, 3, y 5 años en lo corrido de mayo han disminuido en promedio 12,3 pb, 14,6 pb, y 11,4 pb, respectivamente, frente a los datos de abril. De esta

manera, los *breakeven inflation* (BEI) a 2, 3 y 5 años se ubicaron en 3,40%, 3,28% y 3,29%, respectivamente.