



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

OCTUBRE DE 2015

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. El precio internacional de petróleo Brent presentó un leve incremento al pasar de un valor promedio de USD48,0 por barril en septiembre a USD49,0 por barril en lo corrido de octubre al 27, aunque se ubicó por debajo de lo esperado por el equipo técnico del Banco de la República en el Informe sobre Inflación de junio (USD 59,0 dólares por barril). Los bajos precios del crudo se explican, en gran parte, por una debilidad mayor que la esperada en la demanda global (principalmente por parte de China), por los altos niveles de inventarios de crudo y por las perspectivas de que la oferta de petróleo seguiría siendo elevada.
2. Las cotizaciones del níquel y de otros metales exportados por algunos países de la región también han mostrado algunos incrementos en las últimas semanas, aunque continúan registrando importantes caídas en términos anuales. Por su parte, el precio internacional del café y de algunos alimentos importados por Colombia presentaron leves subidas, pero se mantienen en niveles bajos. De esta forma, los términos de intercambio de Colombia habrían permanecido relativamente estables en los niveles observados en meses anteriores, los cuales continúan siendo los más bajos desde comienzos de 2009.
3. Los registros más recientes de la actividad económica sugieren que el crecimiento mundial y de los principales socios comerciales de Colombia para 2015 sería más débil que lo esperado por el equipo técnico del Banco de la República en el Informe sobre Inflación de junio.
4. En los Estados Unidos, el primer estimativo del producto interno bruto (PIB) del tercer trimestre muestra una moderación del crecimiento respecto a lo observado tres meses atrás, puesto que pasó de 3,9% trimestre anualizado (t.a.) a 1,5% t.a. Esta desaceleración estuvo explicada por una importante desacumulación de inventarios. Adicionalmente, la inversión no residencial redujo su dinamismo respecto a lo observado en el segundo trimestre, mientras que el comercio externo neto le restó a la expansión del PIB. En contraste, el consumo de los hogares continuó registrando incrementos favorables y se consolida como el principal motor de crecimiento de esta economía. En cuanto al mercado laboral estadounidense, las cifras a septiembre muestran una moderación en la creación de empleo, con lo que la tasa de desempleo se mantuvo estable en 5,1%. Con respecto a la variación anual de los precios, la inflación total pasó de 0,2% en agosto a 0,0% en septiembre, como consecuencia, principalmente, de los menores precios de los combustibles. Los

indicadores de inflación básica presentaron un leve incremento de 1,8% a 1,9% en el mismo período.

5. En este contexto, el comunicado de prensa de la reunión de octubre del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal (Fed) sugiere que la tasa de interés subiría en diciembre y que continuaría con alzas graduales a futuro. Sin embargo, la fortaleza del dólar y el complicado panorama internacional siguen siendo importantes riesgos para la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos.
6. En la zona del euro, las cifras de actividad real y las encuestas industriales para el tercer trimestre indican que la economía habría continuado expandiéndose a tasas modestas. Con respecto a la variación anual de los precios, en septiembre la inflación total se ubicó nuevamente en terreno negativo (-0,1%), mientras que los indicadores de inflación básica se mantuvieron estables en 0,9%. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) dio indicios de que en diciembre podría adoptar nuevas medidas de estímulo monetario.
7. En China, el crecimiento del PIB para el tercer trimestre mostró una leve moderación frente a lo observado tres meses atrás, al pasar de 7,0% a 6,9%. Los registros a septiembre de producción industrial, de inversión en activos fijos y de exportaciones sugieren una profundización de la desaceleración de la actividad real. Adicionalmente, la inflación anual en julio se mantuvo en niveles bajos (1,6%). En este contexto, el banco central chino decidió reducir su tasa de referencia en 25 puntos base a 4,35% y relajó algunos requerimientos regulatorios sobre los depósitos bancarios.
8. En América Latina, las cifras a agosto de actividad real para Chile, México y Perú indican que estas economías habrían continuado presentando un muy bajo dinamismo. Los indicadores disponibles para Ecuador sugieren una fuerte desaceleración del crecimiento durante el tercer trimestre. Por su parte, los registros para Brasil apuntan a que se estaría presentando una profundización de la contracción que inició el año anterior. Finalmente, si bien no hay cifras oficiales para lo corrido de 2015 para Venezuela, hay indicios de que la recesión se habría intensificado.
9. Los registros de inflación a septiembre para varios países de América Latina continuaron mostrando una tendencia creciente. En Chile y Perú, si bien se observaron algunas reducciones, la variación anual de los precios continúa por encima del rango meta de sus bancos centrales. En Brasil, la inflación sigue alta

y con una marcada tendencia creciente. En contraste, en México se mantuvo en la parte baja del rango meta de su autoridad monetaria.

10. En cuanto a los mercados financieros internacionales, se observó una importante reducción en los indicadores de volatilidad, luego de los elevados niveles que habían alcanzado a mediados de agosto. Igualmente se observó una recuperación de los principales índices bursátiles a nivel mundial, y en las economías emergentes. Además, las tasas de los bonos de largo plazo de Estados Unidos y de los principales países de la zona del euro presentaron algunas reducciones.
11. En el caso de América Latina, se observó una reducción de las primas de riesgo de varios países de la región, aunque estas se mantienen en niveles altos. Entretanto, las monedas reversaron parte de la fuerte depreciación que habían acumulado en meses pasados. De esta forma, el peso colombiano registró una apreciación de 4,9% al pasar de un valor promedio de COP 3.077 por dólar en septiembre a COP 2.926 por dólar en lo corrido de octubre al 27.

a. Exportaciones e importaciones

12. Las exportaciones totales en dólares registraron una caída anual de 41,6% en agosto, explicada por un descenso en el valor exportado en los bienes de origen minero de 53,2%, y del rubro resto de exportaciones del 8,8%. El grupo de bienes de origen agrícola presentó una variación de 0,2%.
13. La caída en el rubro de bienes mineros se asocia, en mayor grado, a las menores exportaciones de crudo (-60,7%) y refinados (-60,0%). Por su parte, en el grupo de exportaciones de bienes agrícolas, se registró una caída en banano (-15,7%), pero un aumento en las exportaciones de café (0,7%) y flores (10,1%). Dentro del resto de exportaciones sobresalen las disminuciones en maquinaria y equipo (-38,5%), alimentos y bebidas (-35,1%) y productos químicos (-18,6%). Por destinos, se destacan las caídas de 54,3% hacia Venezuela, 17,5% hacia Ecuador y 13,0% al resto de destinos. En contraste, las exportaciones hacia los Estados Unidos crecieron 20% anual en el mes.
14. En el acumulado del año a agosto las exportaciones totales en dólares cayeron 33,8%. Esta disminución se explica por el menor valor de las ventas externas de bienes de origen minero (-45,1%) y del grupo resto de productos (-9,9%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola tuvieron un crecimiento de 2,0% en dicho periodo. En el primer grupo el descenso se debió en gran parte al

menor valor exportado de crudo (-49,2%), refinados (-58,6%) y carbón (-26,1%). Dentro del rubro resto de exportaciones se destacan las caídas en alimentos y bebidas (-16%), minerales no metálicos (-20,5%) y productos químicos (-4,7%). Las exportaciones de bienes de origen agrícola crecieron gracias al aumento registrado en café (13%).

15. En agosto las importaciones CIF en dólares cayeron 9,5% en términos anuales. Esta disminución está asociada con menores importaciones de bienes de capital (-11,6%), intermedios (-2,5%) y de consumo (-18,2%). En los primeros, la caída se explica por equipo de transporte (-15,5%), bienes de capital para la industria (-10,7%) y materiales de construcción (-8%). En los segundos, por el descenso de las compras externas de materias primas para la industria (-9,8%), pese a que las importaciones de otros grupos crecieron, como combustibles y lubricantes (25,6%) y materias primas para la agricultura (8,5%). En los bienes de consumo, se debe a las menores compras de bienes durables (-25,2%) y no durables (-10,8%).
16. En lo corrido del año a agosto las importaciones CIF en dólares cayeron 11,8%. Esto se explica por las disminuciones en bienes intermedios (-15,6%), de capital (-8,2%) y de consumo (-9,3%). En el primer grupo, la caída se asocia en mayor grado al decrecimiento de 34% en combustibles y lubricantes y de 9,6% en materias primas para la industria. Dentro de bienes de capital, la mayor contribución a la disminución la tuvieron los destinados a la industria (-10,5%) y los materiales de construcción (-10%). En los bienes de consumo, las importaciones de durables tuvieron una variación de -15,1%, y las de no durables de -2,9%.

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

17. La información disponible para el tercer trimestre sugiere que la expansión de la economía se habría mantenido en niveles similares a los registrados durante la primera mitad del año. En este periodo el consumo privado habría crecido a una tasa cercana a su promedio calculado desde 2001, mientras que el consumo público habría mostrado un comportamiento poco dinámico. Con respecto a la inversión, se habrían obtenido resultados mixtos: aquella destinada a maquinaria y equipo y equipo de transporte habría tenido nuevos retrocesos anuales, mientras que la construcción de edificaciones y de obras civiles habría crecido a un ritmo mayor que el del resto de rubros del PIB. Por su parte, las exportaciones reales se habrían contraído nuevamente, mientras que las

importaciones también habrían disminuido (afín con el comportamiento de la demanda interna importada), aunque en una magnitud menor.

18. 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 agosto las ventas minoristas se expandieron 6,2% frente al mismo mes de 2014 (5,4% bimestre julio-agosto), con una aceleración con respecto a los registros del segundo trimestre (2,7% anual).
19. Al descontar las ventas de vehículos, el incremento de las ventas al por menor fue de 9,6% y 8,1% anual para agosto y el bimestre, respectivamente (vs. 4,9% del segundo trimestre). El comportamiento de las ventas en agosto se dio en un contexto de rebajas y promociones, en particular para el segmento de bienes durables y semidurables.
20. En contraste, en el mes las ventas de vehículos y motocicletas cayeron nuevamente frente al mismo mes del año pasado (-9,2%). Para el bimestre julio-agosto la cifra fue de -6,6% anual, lo que representó una mejoría con respecto a los registros del segundo trimestre (-7,7%). Cabe señalar que el componente tendencial de esta serie sugiere una recuperación frente a los niveles de meses anteriores.
21. Las cifras de ventas minoristas de vehículos nuevos publicadas por el Comité Colombiano Automotor¹ también muestran una caída anual de 16,3% en agosto. Las matrículas a septiembre confirman este resultado. Al desagregar esta última serie entre vehículos particulares y vehículos de trabajo, se observa que la recuperación se dio en el primer renglón, mientras que en el segundo se profundizó la caída durante el tercer trimestre.
22. Otros indicadores auxiliares, que guardan una alta correlación histórica con la tasa de crecimiento del consumo privado, arrojan señales mixtas. Por un lado, el balance de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República sugiere que la dinámica del consumo de los hogares habría sido algo mejor que la presentada durante los primeros dos trimestres del año, confirmando así las tendencias que revelan la encuesta de comercio minorista del DANE.
23. En contraste, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo, con cifras a septiembre, sugiere que la desaceleración del consumo de los hogares que se observó durante el segundo trimestre habría continuado entre

¹ Entes participantes: ANDI, FENALCO y Econometría.

julio y septiembre. El promedio del índice para el tercer trimestre se ubicó significativamente por debajo de aquellos calculados para la primera mitad del año y desde 2001. Al desagregar por componentes, se observa que tanto las condiciones económicas como las expectativas de los hogares están en niveles comparables con aquellos de 2009.

24. El desempeño reciente de los indicadores de mercado laboral no permite prever un cambio en las tendencias del consumo de los hogares. Con cifras a agosto, la tasa de desempleo se mantiene en los bajos niveles alcanzados en meses anteriores y no sugiere un cambio en la tendencia. A pesar de que se ha observado un estancamiento del empleo, no se ha incrementado la población en paro debido a que también se ha presentado una caída de la participación laboral. Cabe señalar que el menor dinamismo del empleo se presenta tanto en los trabajadores asalariados como en los no asalariados.
25. Con respecto a la formación bruta de capital, varios indicadores sugieren que se habrían dado nuevas disminuciones de las inversiones en maquinaria y equipo y en equipo de transporte (aunque en menor magnitud que las observadas durante el segundo trimestre):
 - Las importaciones de bienes de capital en dólares cayeron durante julio y agosto más que lo observado en el segundo trimestre. A pesar de lo anterior, los índices de precios internacionales de dichos bienes (en dólares) revelan una tendencia reciente a la baja, lo que indica que la caída en términos reales no habría sido tan marcada.
 - En agosto, el balance de expectativas de inversión de mediano plazo de la EMEE del Banco de la República mejoró levemente frente a los niveles del segundo trimestre. Lo anterior sugiere que la formación bruta de capital fijo diferente de aquella efectuada en construcción de edificaciones y de obras civiles, habría registrado una reducción menor que la calculada entre abril y junio.
 - Con cifras a septiembre, el componente tendencial de la serie de matrículas de vehículos de trabajo continúa sugiriendo un deterioro de la dinámica de este tipo de inversión.
26. En materia de comercio exterior, las cifras de exportaciones en dólares publicadas por el DANE con corte a agosto sugieren que este renglón del PIB habría tenido caídas en términos reales mayores que las observadas en el segundo trimestre.

27. Para el caso de las importaciones, la misma fuente sugiere que en términos reales también se habría registrado un descenso, aunque de menor magnitud. Esto sería reflejo del comportamiento de las inversiones en maquinaria y equipo y en equipo de transporte, así como del consumo durable y semidurable. Cabe señalar que la caída proyectada para este rubro estaría influenciada por una alta base de comparación en el mismo trimestre de 2014, y que a pesar de esto, se prevé un aumento frente al nivel del segundo trimestre. Lo anterior también habría sucedido en los rubros de inversión en maquinaria y equipo de transporte y de consumo durable y semidurable.
28. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles sugieren que el PIB de la industria en el tercer trimestre crecería en términos anuales, luego de la caída entre abril y junio (-0,9%). En agosto el índice de producción industrial (IPI) aumentó 2,6% anual, y en el bimestre julio-agosto lo hizo en 1,6%. Al excluir la refinación de petróleo, la industria restante se expandió en agosto a una tasa de 2,8% anual.
29. De acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo con información a septiembre, el indicador de existencias (que es contra cíclico) cayó con respecto al mes pasado y su componente tendencial muestra un resultado favorable para el comportamiento del sector. El volumen actual de pedidos se incrementó frente a agosto y su componente tendencial también sugiere una recuperación gradual del sector. Las expectativas de la producción a tres meses aumentaron, pero la volatilidad de este indicador ha sido muy alta en los últimos dos años (el componente tendencial continúa mostrando deterioro). Por último, como resultado de todo lo anterior la confianza industrial mejoró.
30. En el caso del comercio, con información de Fedesarrollo a septiembre, la situación económica actual de los comerciantes y las expectativas a 6 meses mostraron un incremento frente al mes anterior. El componente tendencial de las ventas actuales muestra dinamismo, mientras que el de las expectativas de ventas futuras continúa cayendo.
31. En el sector agropecuario, la Federación de Cafeteros reportó que la producción de café en septiembre fue de 1.058.000 sacos de 60 kilos, lo que implicó un crecimiento de 16,0% anual. No obstante, el agregado del tercer trimestre se desaceleró (14,7% vs. 17,8% del segundo). En agosto el sacrificio de ganado mostró una recuperación al aumentar 1,1% en términos anuales, luego de haber caído 1,2% durante el segundo trimestre.

32. En lo que respecta a la minería, aunque el dato de la producción de petróleo para el mes de septiembre (1007 mbd) fue superior al de los dos meses anteriores (955 mbd en promedio), para el agregado del tercer trimestre se observa un deterioro al caer 1,1% anual. Esto se explica por los problemas de orden público que se presentaron en julio.
33. En el sector de la construcción, la producción de cemento creció anualmente 7,9% en agosto y 5,5% para el promedio julio y agosto (vs 4,3% el trimestre anterior). Por el contrario, aunque las licencias de construcción crecieron 23,6% en el agosto y 6,1% en el bimestre julio-agosto, el acumulado para doce meses disminuyó 5,7%.
34. Por último, la demanda de energía total creció 6,6% anual en septiembre. Esto implicó una aceleración anual de 3,3% en el segundo trimestre a 4,8% en el tercero. El componente tendencial también se aceleró de manera importante. En esta oportunidad no se cuenta con información de los componentes no regulados ya que la fuente se encuentra haciendo una revisión de las clasificaciones CIU.

III. Comportamiento de la inflación y precios

35. La inflación anual al consumidor aumentó fuertemente en septiembre y se situó en 5,35%, 61 puntos base (pb) por encima del dato del mes anterior (**Cuadro 4**). La variación mensual fue de 0,72%, nivel mayor al esperado, tanto por el mercado (0,29%) como por el equipo técnico del Banco. Aunque todas las agrupaciones del IPC contribuyeron a impulsar la inflación anual, la reciente aceleración se concentró especialmente en los bienes transables sin alimentos ni regulados y en los alimentos perecederos.
36. La inflación acumulada en lo corrido del año fue de 4,76%, superando de manera considerable el registro de 3,08% para el mismo período del año anterior. El incremento de la inflación anual desde diciembre del año pasado se explica en un 52,9% por el aumento del componente del IPC transable sin alimentos ni regulados. Le siguen los precios de los alimentos, cuya contribución fue de 44,7%, (sobre todo los procesados) y el IPC de no transables sin alimentos ni regulados que aportó el 16,6%. Por el contrario, el IPC de regulados registró una contribución negativa (-14,2%) (**Cuadro 4**).

Cuadro 4

Comportamiento de la inflación a septiembre de 2015

Descripción	Ponderación	dic-13	dic-14	mar-15	jun-15	jul-15	ago-15	sep-15
		Total	100,00	1,94	3,66	4,56	4,42	4,46
Sin alimentos	71,79	2,36	3,26	3,46	3,72	3,98	4,20	4,58
Transables	26,00	1,40	2,03	3,46	4,17	4,69	5,23	5,90
No transables	30,52	3,76	3,38	3,56	3,98	3,95	4,02	4,27
Regulados	15,26	1,05	4,84	3,25	2,55	2,99	3,08	3,30
Alimentos	28,21	0,86	4,69	7,37	6,20	5,67	6,11	7,30
Perecederos	3,88	-0,16	16,74	21,57	10,73	7,99	9,86	14,95
Procesados	16,26	-0,24	2,54	5,99	6,00	5,71	6,06	6,71
Comidas fuera del hogar	8,07	3,26	3,51	3,59	4,45	4,51	4,45	4,73
Indicadores de inflación básica								
Sin Alimentos		2,36	3,26	3,46	3,72	3,98	4,20	4,58
Núcleo 20		2,72	3,42	3,70	4,24	4,20	4,28	4,73
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		2,19	2,76	3,95	4,54	4,64	4,83	5,28
Inflación sin alimentos ni regulados		2,74	2,81	3,52	4,06	4,26	4,53	4,95
Promedio indicadores inflación básica		2,51	3,06	3,65	4,14	4,27	4,46	4,89

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

37. En septiembre, el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica se situó en 4,89%, completándose así un año de continuos aumentos. Este nivel es el máximo desde abril de 2009 (4,98%). Todos los indicadores superaron en septiembre el rango meta de inflación y todos aumentaron con respecto a agosto, siendo el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos el de mayor registro (5,28%). El IPC sin alimentos, con el dato más bajo, se situó en 4,58% (**Cuadro 4**).
38. Dentro del IPC sin alimentos ni regulados, la variación anual del segmento transable (5,9%) ha aumentado continuamente desde agosto de 2014, habiéndose acentuado esta tendencia el mes pasado (**Cuadro 4**). Dicho comportamiento está estrechamente ligado a la depreciación del peso. Desde julio de 2014 hasta septiembre de 2015, la tasa de cambio acumuló un aumento de 65,4% contra el dólar, ajuste que se ha transmitido al IPC de transables sin alimentos ni regulados incrementándolo en 6,1%, para ese mismo periodo. Es importante resaltar que la depreciación del peso contra las monedas de otros países, de donde también se importan bienes de consumo, ha sido menor.
39. En septiembre las alzas en el componente transable del IPC sin alimentos ni regulados volvieron a ser generalizadas. Rubros como vehículos, cuidado del cabello y lavadoras, registran variaciones anuales que superan el 8,0%.
40. Respecto al IPC de no transables (sin alimentos ni regulados) su variación anual en septiembre fue de 4,27%, algo por encima de lo esperado por la SGEE y 25 pb más que el mes anterior (**Cuadro 4**). El aumento se concentró en arriendos

(su peso en el grupo es de 61%), el cual pasó de 3,4% en agosto a 3,6% en septiembre. Otras presiones alcistas provinieron de las boletas de fútbol y de rubros que, estando dentro de los no transables, están siendo afectados por la tasa de cambio vía costos. En general, en esta oportunidad, un amplio conjunto de precios de esta subcanasta aumentó. Conviene señalar que si bien en la actualidad se estima para el tercer trimestre una brecha ligeramente negativa, este valor se revisó al alza frente a lo contemplado en el informe trimestral de junio. También cabe recordar que dentro del grupo de no transables, hay un conjunto importante de servicios altamente indexados (educación y salud entre otros), lo que hace que el aumento significativo de la inflación de meses anteriores tienda a traspasarse a la inflación futura.

41. La variación anual del grupo regulados pasó de 3,08% en agosto a 3,30% en septiembre (**Cuadro 4**). Este registro es aún menor que el de diciembre de 2014 gracias a la disminución del precio de la gasolina a comienzos de año. El aumento del último mes está vinculado con el ajuste de los servicios públicos (cuya variación anual pasó de 5,6% en agosto a 5,9% en septiembre), especialmente, con las tarifas del gas que aumentaron de 18,4% a 21,95%, (variación mensual de 2,6%). En la actualidad, el país se enfrenta a un exceso de demanda de gas ocasionada por el fenómeno de El Niño. Este hecho está generando un aumento en los costos de generación eléctrica que tenderán a provocar alzas en las tarifas al consumidor.
42. Como consecuencia de los bajos niveles de los embalses, la escasez de gas y la mayor generación térmica con combustibles líquidos (la generación más costosa), el gobierno decidió el martes 27 de octubre aumentar las tarifas de energía eléctrica a partir de diciembre en 7 pesos el kilovatio/hora, lo que implicaría aproximadamente un incremento de 439 pesos para el estrato uno y de 2.946 pesos para el seis. Sin embargo, de acuerdo con el Ministerio de Minas y Energía el incremento en las tarifas no superaría 1,8% en promedio. Igualmente, se espera un aumento importante en octubre y noviembre de las tarifas del acueducto porque en septiembre comenzó a operar la regla de ajuste, pues ya se acumuló una variación de 3,0% en el IPC.
43. En septiembre la inflación anual de alimentos (7,3%) aumentó con respecto a agosto (6,1%), superando la previsiones de la SGEE. Por componentes, se observó que los procesados aumentaron de 6,1% en agosto a 6,7% en septiembre, mientras que los perecederos lo hicieron de 9,9% a 15,0%. Los precios de alimentos de origen importado han presentado alzas que estarían relacionadas con la depreciación acumulada del peso. Las comidas fuera del hogar, luego de 4 meses de relativa estabilidad en torno al 4,5%, aumentaron en

septiembre a 4,7%, incorporando las recientes alzas en los precios de los alimentos, los arriendos y algunos servicios públicos.

44. En los tres últimos meses, las presiones de costos no laborales vienen aumentando, de acuerdo al nuevo incremento en la variación anual de los precios al productor (IPP) de la oferta interna (producidos y consumidos más importados) de 8,1% en agosto a 8,7% en septiembre. En esta oportunidad, el incremento está asociado con el componente local del IPP, cuyo crecimiento anual en septiembre (4,2%) superó al observado en agosto (3,6%). Por su parte, la tendencia alcista que se observa desde hace varios trimestres en el IPP de la sub-canasta de importados se moderó.
45. Con información a agosto y septiembre, los salarios seguían mostrando ajustes anuales compatibles con el rango meta de inflación. Los de la construcción pesada (3,8%) y de vivienda (4,2%) se mantuvieron sin cambios de importancia durante septiembre. Los del comercio al por menor, por su parte, presentaron una aceleración de 3,5% en julio a 4,0% en agosto, tasas de crecimiento menores a la de diciembre pasado (6,8%).
46. Las expectativas de inflación para diciembre de este año obtenidas a partir de la encuesta mensual a analistas financieros, con información a la segunda semana de octubre, aumentaron de manera importante entre septiembre (4,72%) y octubre (5,58%). La inflación esperada a doce meses, obtenida de la misma encuesta, igualmente subió de 3,60% en septiembre a 4,12% en octubre. Las registradas en la encuesta trimestral de expectativas se situaron en 5,03% para diciembre (vs 4,13% un trimestre atrás). Por su parte, en promedio para lo corrido de octubre (hasta el día 27) frente a los datos promedio de septiembre, las inflaciones implícitas (Breakeven Inflation, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR han aumentado para plazos a 2, 3 y 5 años (27 pb, 25 pb, 15 pb., respectivamente), mientras que para el plazo a 10 años ha disminuido (24 pb.). De esta manera, los BEI a 2, 3, 5 y 10 años se ubicaron en 4,51%, 4,44%, 4,38% y 4,39%, respectivamente.