



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

SEPTIEMBRE DE 2016

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. Los datos disponibles sugieren que el crecimiento de los socios comerciales del país habría continuado siendo muy modesto, más que lo que se había previsto en el Informe de inflación de junio.
2. En el caso de los Estados Unidos el desempeño del primer semestre estuvo significativamente por debajo de lo estimado. Para el segundo trimestre la gran diferencia respecto a los pronósticos fue el comportamiento de la inversión, especialmente la residencial, y la variación de inventarios. El consumo de los hogares continúa siendo el soporte del crecimiento. La inflación total subió en septiembre y se ubicó en 1,5% anual, principalmente debido al aumento de los precios de la energía. La inflación medida con el deflactor del consumo se encuentra cercana a la meta de la Reserva Federal (Fed) del 2%.
3. Las tasas de los futuros de los títulos de corto plazo indican que con una probabilidad cercana a 70% en diciembre de 2016 la tasa de la Fed será superior a la actual.
4. En la zona del euro, el índice de producción industrial en agosto y el PMI a octubre mostraron repuntes, y el índice de confianza al consumidor a octubre se mantuvo en niveles relativamente altos. Por el contrario, el indicador mensual de ventas a agosto mostró una desaceleración, lo que sugiere un consumo menos dinámico. En cuanto a la inflación al consumidor, en agosto subió a 0,4% anual, mientras que la inflación básica permaneció en 0,8%. En este contexto, la postura del Banco Central Europeo (BCE) no presentó cambios.
5. El crecimiento del PIB de China para el tercer trimestre se ubicó en 6,7% anual, al igual que en los dos trimestres anteriores. La economía continúa con el proceso de ajuste hacia un modelo más soportado por el consumo de los hogares. Si bien los datos se encuentran cercanos a las metas del gobierno chino, existen temores frente a una desaceleración fuerte y posibles desequilibrios financieros.
6. Para América Latina las cifras de actividad económica para agosto sugieren unas tasas de crecimiento mediocres para Chile, México y Perú. Se esperan tasas negativas para Brasil, Ecuador, Venezuela y Argentina. La inflación ha descendido en la región y para Chile, México y Perú se encuentra dentro de los rangos meta de sus autoridades monetarias. En el caso de Brasil, aunque esta cedió en septiembre, se mantiene alejada de su rango meta.

7. Las monedas de los principales países de la región presentaron una relativa estabilidad en octubre, excepto en el caso del peso mexicano que se apreció frente al dólar, corrigiendo la depreciación observada el mes pasado.
8. La volatilidad de los mercados financieros fue baja durante el mes, al igual que las tasas de interés de los bonos de las economías desarrolladas y los CDS de América Latina.
9. En lo corrido de octubre el precio del petróleo se ha mantenido por encima de USD 50 por barril (Brent), gracias a que continúan los cortes de producción en algunos países, a que los inventarios han caído en los Estados Unidos y al anuncio de la OPEP respecto a un acuerdo para congelar la producción en la reunión de noviembre.
10. Los precios de otros bienes exportados por el país también han subido en los últimos meses. En el caso del carbón se ubica en cerca de USD 80 por tonelada, nivel similar al de 2014. Con esto, en lo corrido del año se ha observado una recuperación en los términos de intercambio del país.

a. Exportaciones

11. En agosto el valor en dólares de las exportaciones registró un crecimiento anual de 7,0% debido a aumentos en los bienes de origen minero (4,3%) y en el grupo resto de exportaciones (19,3%). Por su parte los bienes de origen agrícola cayeron 11,0%. En lo corrido del año, las exportaciones han registrado una disminución de 22,2%, a la cual han contribuido principalmente las caídas de las ventas de bienes de origen minero (-30,7%) (**Cuadro 1**).

Cuadro 1. Comportamiento de las exportaciones en dólares

Agosto de 2016			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total	7.0%		
Bienes de origen agrícola	-11.0%	Café	-23.7%
Bienes de origen minero	4.3%	Carbón Refinación de petróleo	45.7% 124.9%
Resto de exportaciones*	19.3%	Productos químicos Maquinaria y equipo Vehículos automotores y otros transporte	24.9% 90.6% 80.1%
Acumulado Enero-Agosto de 2016			
Total	-22.2%		
Bienes de origen agrícola	-7.2%	Café	-18.1%
Bienes de origen minero	-30.7%	Petróleo crudo Carbón	-46.0% -9.5%
Resto de exportaciones	-11.5%	Productos químicos Artes gráficas y editorial (papel, cartón y sus productos)	-13.9% -33.0%

En este rubro la mayoría de las agrupaciones de destinos crecieron, destacándose los aumentos de 11,8% hacia EEUU, de 37,1% hacia Ecuador y de 37,0% hacia el Resto de la ALADI (sin Ecuador ni Venezuela).

Fuente: DANE

12. En lo corrido del año, el índice de precios de las exportaciones totales ha registrado una importante caída (-20,3%), mientras que el índice de cantidades ha disminuido de forma moderada (-2,8%). Esto sería señal de que el valor de las exportaciones continúa cayendo principalmente como consecuencia de reducciones en los precios, de las cuales la más significativa es la de los bienes de origen minero (-25,9% anual en el acumulado a agosto).
13. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en septiembre las exportaciones sin petróleo (ni sus derivados) registraron una caída anual de 6,4% (según esta fuente, en agosto habían crecido 18,4%).

b. Importaciones

14. En agosto el valor en dólares de las importaciones CIF mostró una disminución anual de 4,5%, debido a reducciones en las compras externas de bienes de capital (-14,6%) y bienes de consumo (-3,6%). En lo corrido del año, las importaciones han caído 20,5% (**Cuadro 2**).

Cuadro 2. Comportamiento de las importaciones en dólares

Agosto de 2016			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total	-4.5%		
Bienes de capital	-14.6%	Equipo rodante de transporte	-46.0%
		Maquinaria industrial	-22.6%
Materias primas	2.2%	Combustibles	10.5%
		Productos alimenticios para la industria	18.8%
Bienes de consumo	-3.6%	Vehículos de transporte particular	-18.4%
		Otros bienes de consumo no duradero	-16.9%
Acumulado Enero-Agosto de 2016			
Total	-20.5%		
Bienes de capital	-30.7%	Equipo rodante de transporte	-64.5%
		Maquinaria industrial	-28.1%
Materias primas	-14.9%	Combustibles	-24.4%
		Productos químicos y farmacéuticos	-13.0%
		Productos mineros (para la industria)	-19.5%
Bienes de consumo	-15.7%	Vehículos de transporte particular	-26.6%
		Productos farmacéuticos y de tocador	-10.2%

Fuente: DANE

15. El índice de precios de las importaciones totales en lo corrido del año ha registrado una caída de 13,9%, mientras que el índice de cantidades ha disminuido 7,7%. Lo anterior indicaría que las importaciones caen por un efecto conjunto de reducciones en precios y cantidades.
16. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en septiembre las importaciones CIF registraron una caída anual de 15,7%.

II. Proyecciones de variables externas

a. Escenarios de crecimiento externo
Escenario central o más probable (Cuadro 3)

17. En el presente Informe se revisó a la baja el crecimiento de los socios comerciales para 2016. Los países que presentarían un menor dinamismo que el previsto en el Informe trimestral anterior serían los Estados Unidos, Venezuela, Perú, México y Chile. El crecimiento de Brasil sería menos negativo.
18. Para 2017 se vería una recuperación respecto a 2016, aunque a niveles relativamente bajos. Si bien el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales se mantuvo en 1,6%, tal y como se proyectaba en el Informe trimestral anterior, hubo revisiones al alza en la zona del euro y Brasil, y a la baja en los Estados Unidos, Venezuela, Chile y México.
19. Para los Estados Unidos se espera que el consumo continúe impulsando el crecimiento, soportado en un mayor ingreso de los hogares dado el buen comportamiento del mercado laboral y el incremento en los salarios. La inversión debería dejar de restar al PIB mientras que las exportaciones netas no generarían un impulso importante debido al bajo dinamismo de la economía mundial y a los bajos niveles de comercio. La inflación continuaría aumentando y se espera que para finales de 2017 se encuentre en la meta de la Fed. En este contexto se daría un incremento en la tasa de referencia en diciembre de 2016 y otra en la segunda parte de 2017.
20. La economía de la zona del euro también estaría soportada por el consumo y la inversión, pues no se espera que las exportaciones contribuyan al crecimiento de la región. El BCE mantendría sus políticas expansivas por todo el 2017.
21. El Reino Unido activaría el Artículo 50 en 2017 con lo que empezarían los trámites para la salida de este país de la Unión Europea. Este proceso se llevaría a cabo de forma relativamente ordenada, con lo que no se tendrían impactos significativos en los mercados financieros internacionales. El pronóstico central en este Informe sigue suponiendo un efecto negativo sobre el crecimiento en el Reino Unido y en la zona del euro para 2017, aunque de menor magnitud que el contemplado un trimestre atrás.
22. China deberá presentar una nueva desaceleración en 2017 en la medida que continúa con una transición a un modelo económico basado en consumo.

23. En cuanto al petróleo, se espera un precio promedio de USD 52 por barril para 2017. Este precio es ligeramente superior al actual, pues se supone alguna reducción del exceso de oferta para el próximo año. No obstante no se prevé una reducción significativa de la oferta mundial de crudo o un aumento considerable en la demanda.

Riesgos al escenario central

24. Sobre la senda central de pronóstico se perciben, sobre todo, riesgos a la baja provenientes del contexto internacional. Esto riesgos obedecen a:

- Un efecto mayor sobre el crecimiento mundial debido a la implementación del *brexít*.
- Cambios drásticos en la política económica de los Estados Unidos implementados por el nuevo gobierno.
- Inestabilidad financiera en China o en algunos países europeos.
- Caída en la confianza por la alta incertidumbre política y los problemas de seguridad.

Cuadro 3. Proyecciones de crecimiento de algunos socios comerciales

País o región	2016			2017		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	1,3	1,5	1,7	1,0	2,0	2,5
Zona Euro	1,4	1,6	1,8	0,8	1,4	2,0
China	6,4	6,6	6,8	5,4	6,2	6,6
Brasil	-3,8	-3,3	-2,8	0,0	1,0	2,0
Ecuador	-3,5	-3,0	-2,5	-3,0	-1,0	0,5
Venezuela	-13,0	-10,0	-7,0	-7,0	-4,5	-1,0
Perú	3,5	3,7	4,0	3,0	4,2	5,0
México	1,9	2,2	2,5	1,0	2,5	3,0
Chile	1,4	1,7	2,0	1,5	2,3	3,5
Socios comerciales	-0,22	0,27	0,5	0,5	1,6	2,2

b. Proyección de la balanza de pagos

25. Con los resultados del primer semestre, la información disponible para lo corrido del tercer trimestre y el escenario para el contexto externo presentado en la sección anterior, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para el 2016 es de 4,7% del PIB (USD 13.223 m), con un rango entre 4,3% y 5,1%, menor al observado en 2015 cuando se ubicó en 6,5% del PIB (USD 18.938 m).

26. La corrección frente al déficit 2015 se explica, principalmente, por el menor déficit del balance en el comercio de bienes, dado que la reducción de las importaciones supera la de las exportaciones (tanto tradicionales como no tradicionales) (**Cuadro 4**). Adicionalmente el menor déficit en la balanza de servicios, la disminución de la renta factorial y la mejora de las transferencias contribuyen al cierre del desbalance externo.
27. Con respecto a la proyección presentada un trimestre atrás, en esta ocasión se estima una menor contracción de las exportaciones tradicionales, en particular por la revisión al alza del precio de los principales bienes básicos así como de los volúmenes despachados de carbón. Por el contrario, se revisó a la baja el pronóstico de las exportaciones no tradicionales, debido a la mayor desaceleración observada en lo corrido del año y al menor dinamismo de los principales socios comerciales. Adicionalmente, el pronóstico de importaciones es algo menor al presentado hace tres meses, dado el comportamiento que han mostrado las compras externas en el tercer trimestre del año y la mayor desaceleración estimada de la demanda interna para la segunda mitad de 2016.
28. Para la balanza de servicios, se incrementó el déficit proyectado para 2016 frente al del Informe trimestral anterior, dado el efecto que tiene la recuperación del precio del petróleo sobre el valor de los fletes, así como el impacto positivo de una tasa de cambio menos depreciada sobre el gasto de los viajeros colombianos en el exterior. En contraste, se redujo el déficit de la renta factorial.

Cuadro 4

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2015	2016
		Central
CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)	-18.938	-13.223
Porcentaje del PIB	-6,5	-4,7
A. Bienes	-13.935	-10.744
a. Exportaciones	38.114	32.170
Principales productos	23.854	18.989
Resto de exportaciones	14.260	13.181
b. Importaciones	52.049	42.914
B. Servicios no factoriales	-4.295	-3.424
C. Renta de los Factores	-5.825	-4.533
D. Transferencias corrientes	5.117	5.477

29. Cabe señalar que frente a 2015 se estiman expansiones de los volúmenes exportados para el carbón y el ferroníquel (8% y 3%), y contracciones para el petróleo y el café (10,7% y 1,2%). Con todo esto, para el valor de las

exportaciones de los principales productos se proyecta una caída anual de 20,4%, en tanto que para el resto de exportaciones se estima una reducción cercana al 10,3%. De esta forma, en el escenario central las exportaciones totales en dólares se contraerían en 15,6%.

30. Por su parte, las importaciones en dólares disminuirían frente a lo observado en 2015 (17,6% anual), debido a una importante reducción de insumos y bienes de capital para la industria, una demanda interna menos dinámica, alguna sustitución de importaciones y reducciones de los precios en dólares de los bienes importados, en especial de los bienes intermedios.
31. Adicionalmente, para 2016 se estima una disminución en los egresos netos por renta de factores frente a lo observado en 2015, asociada en particular a las menores utilidades de las empresas del sector minero-energético y, en menor medida, del resto de sectores, dada la desaceleración de la actividad económica. Asimismo, también se proyecta una reducción en el déficit del comercio de servicios, impulsada por los efectos de la depreciación sobre el balance de algunos de ellos relacionados con turismo, los menores pagos por servicios petroleros y la disminución por fletes asociados con el volumen importado.
32. En cuanto al financiamiento, se espera para 2016 que los flujos de capital sean menores a los recibidos en 2015, principalmente por la disminución en los recursos netos de inversión de portafolio y otros préstamos y créditos externos (**Cuadro 5**).
33. Los flujos de inversión extranjera directa neta en Colombia registrarían un incremento del 15% frente a lo observado un año atrás, producto de los recursos provenientes de la venta de Isagén y la menor inversión de colombianos en el exterior (**Cuadro 5**). Lo anterior es compensado parcialmente con las menores inversiones por IED para todos los sectores en general, pero en mayor medida para los de petróleo y minería.

Cuadro 5

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2015	2016
		Central
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C+D+E)	-18.604	-13.483
A. Inversión Extranjera Neta en Colombia	-7.514	-8.633
a. Extranjera en Colombia	11.732	12.398
b. Colombiana en el Exterior	4.218	3.765
B. Inversión de Cartera	-9.532	-4.330
a. Sector Público	-6.213	-5.751
b. Sector Privado	-3.318	1.421
C. Instrumentos Derivados	2.068	-259
D. Otra inversión (préstamos y otros créditos)	-4.041	-498
a. Activos	-513	3.460
b. Pasivos	3.529	3.958
E. Activos de Reserva	415	237
ERRORES Y OMISIONES	334	-260

34. Por su parte, los mayores pasivos por préstamos y otros créditos estarían asociados a un mayor endeudamiento del GNC con la banca multilateral y a otros créditos del resto del sector público no financiero.
35. Para 2017 se proyecta un déficit en cuenta corriente inferior al estimado para 2016, tanto en dólares como relativo al PIB (3,7%). Esto estaría asociado, principalmente, a un menor déficit de la balanza comercial de bienes, dado el mejor panorama para los precios de los principales productos de exportación y la recuperación de los socios comerciales, en contraste con el estancamiento que presentarían las importaciones.
36. El déficit de servicios se proyecta en niveles levemente inferiores a los de 2016, resultado del comportamiento del volumen importado, del moderado crecimiento económico y sus efectos sobre el gasto de viajeros en el exterior, y del repunte de las exportaciones de servicios favorecidas por el aumento del crecimiento mundial, y los procesos de inversión en años anteriores en sectores como el turismo y los servicios empresariales.
37. Por concepto de renta factorial, se esperan mayores egresos netos en comparación con 2016. Esto debido por un lado, a los mayores pagos por intereses de la deuda externa, y por el otro, al incremento de las utilidades de las empresas extranjeras que operan en el sector minero-energético.
38. El crecimiento de los ingresos por transferencias corrientes también presionará a la baja el déficit corriente de 2017, resultado del mayor crecimiento esperado para los Estados Unidos.

39. La incertidumbre sobre las condiciones y la disponibilidad de financiamiento, así como la sensibilidad de algunos flujos de capital a las perspectivas de la actividad económica en general, determinan el rango de pronóstico para el déficit en cuenta corriente de 2017, el cual estaría entre 3,1% y 4,5% del PIB, con 3,7% como escenario central.

III. Crecimiento, demanda interna y crédito

40. De acuerdo con la información disponible, la economía colombiana continúa ajustándose a los nuevos niveles de ingreso y de términos de intercambio. Lo anterior implica una expansión del PIB en el segundo semestre a un ritmo menor que el registrado durante el primero. Cabe señalar que esta desaceleración se habría dado en un contexto de choques de oferta temporales en el sector transportador en julio, que habría tenido un impacto más fuerte sobre la actividad económica que lo contemplado inicialmente y cuyos efectos se revirtieron parcialmente en agosto.
41. Durante el tercer trimestre el ajuste de la demanda interna se habría dado a través de una caída de la inversión, acompañada de una desaceleración adicional del consumo total. Por su parte, las exportaciones netas habrían contribuido de manera importante a la expansión del producto, de acuerdo con la corrección de la balanza comercial.
42. La serie desestacionalizada del Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE), publicada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), se expandió 0,2% en julio. Esto significó una desaceleración con respecto al registro del segundo trimestre (1,0%).
43. En agosto las ventas al por menor (sin combustibles) de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE cayeron 2,7% frente al mismo mes del año pasado. El bimestre julio-agosto registró una disminución anual de 2,4%, mostrando un peor desempeño que el del segundo trimestre (1,2%). Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante se contrajo 2,1% anual en el mismo mes. El bimestre creció 0,4% anual (vs. 1,9% anual del trimestre abril-junio).
44. El índice de ventas de vehículos automotores y motocicletas de la EMCM cayó 5,8% anual en agosto. En el bimestre registró una contracción de 16,6% anual, más significativa que el -2,7% del segundo trimestre. El mal desempeño de las

ventas de vehículos se confirma con las cifras de registros de matrículas publicadas por el Comité Automotor Colombiano (ANDI, Fenalco y Econometría), que muestran una caída de 14,0% anual en septiembre. Con esto, el agregado del tercer trimestre se redujo 17,9% (frente a -9,8% del segundo trimestre).

45. Cabe señalar que el mal desempeño a agosto de las ventas al por menor se ha concentrado en las de bienes durables. Las de semidurables y no durables han sido más dinámicas. Debido a ello y a que se estima un crecimiento positivo de las ventas de servicios, la SGEE proyecta para el tercer trimestre una expansión positiva del consumo privado, menor que la observada en el segundo trimestre (2,6%).
46. Los indicadores de confianza apoyan este pronóstico. En septiembre el índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo aumentó nuevamente, aunque continúa por debajo de los niveles observados un año atrás y del promedio calculado para la serie desde noviembre de 2001. El balance de ventas de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República con corte a agosto también apunta en la misma dirección.
47. Los indicadores relacionados con la formación bruta de capital fijo sugieren que entre julio y septiembre la inversión (distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles) habría caído a un mayor ritmo que en el segundo trimestre.
48. La dinámica de las importaciones de bienes de capital del DANE y la DIAN (llevadas a pesos reales) permite prever caídas de la inversión de maquinaria y equipo y de equipo de transporte en el tercer trimestre de 2016. Asimismo, el balance de expectativas de inversión de la EMEE de agosto continúa en niveles bajos, lo que no sugiere mejorías en el desempeño de la formación bruta de capital fijo, sin construcción de edificaciones ni de obras civiles.
49. En materia de comercio exterior, la expansión de las exportaciones reales habría continuado durante el tercer trimestre. Esto se infiere de las cifras de exportaciones en dólares a septiembre (fuente DIAN) llevadas a pesos constantes (en particular las no tradicionales), y por el buen desempeño esperado de las exportaciones de servicios.
50. Para las importaciones reales se prevé una fuerte contracción. Al llevar las cifras de compras al exterior en dólares a pesos constantes se aprecian caídas para el agregado del tercer trimestre consistentes con el ajuste de la demanda por bienes de capital y de consumo durable importados.

51. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles sugieren que en el tercer trimestre el crecimiento del PIB habría sido menor que el observado en la primera mitad del año. Aunque la actividad económica en agosto y septiembre mejoró, no logró compensar completamente el efecto negativo del paro camionero ocurrido en julio.
52. Según cifras del DANE, la producción industrial real total creció en agosto 9,4%, luego de la significativa caída de 6,3% en julio por el paro camionero. Con este resultado, el bimestre julio-agosto se expandió 1,5%, que contrasta con el dinamismo de la primera mitad del año (5,6%). Al excluir la refinación de petróleo, aunque las manufacturas restantes mostraron en agosto una expansión de 6,1%, el bimestre cayó en promedio 1,8%.
53. Respecto al sector agrícola, la Federación de Cafeteros reportó que la producción de café en septiembre fue de 1.034.000 sacos de 60 kilos, lo que implicó una caída de 2,3% anual. Para el agregado del periodo julio-septiembre, la producción mostró un retroceso de 12,2% (vs. +1,1% y 8,9% del segundo y primer trimestres, respectivamente). Por otro lado, en agosto el sacrificio de ganado sigue disminuyendo (-8,7%). Para el bimestre julio-agosto la disminución es cercana al 14%, luego de haber caído 1,5% durante el segundo trimestre.
54. El dato de la producción de petróleo para el mes de septiembre (843 mbd) implicó una significativa caída anual (16,3%). Con ello, para el tercer trimestre la producción se situó en 838 mbd en promedio y disminuyó anualmente 13,9%.
55. En el sector de la construcción, en agosto la producción de cemento cayó 0,7% anual, mientras que las licencias de construcción crecieron 8%.
56. Por último, la demanda de energía total cayó 2,8% anual en septiembre. Con este resultado, la expansión durante el trimestre fue de -1,6%. En el trimestre anterior fue de +0,2%.
57. En este entorno la tasa de desempleo, en particular la de las áreas urbanas, continuó mostrando una tendencia ascendente con cifras a agosto. Esto fue resultado de una caída en la ocupación y un aumento de la participación. Aunque el empleo ha dejado de expandirse, aún se observa una tasa de crecimiento anual positiva del empleo asalariado y formal.

58. Todo lo anterior permite proyectar una expansión anual del PIB para el tercer trimestre de 2016 menor que los registros de la primera mitad del año. Así las cosas, en este Informe sobre Inflación se espera un crecimiento económico para dicho periodo de entre 1,0% y 2,2%, con 1,6% como cifra más probable. Esto supone un aporte positivo de las exportaciones netas al crecimiento de la economía, más que una expansión de la demanda interna.
59. Con esto, en este Informe sobre Inflación se revisó nuevamente a la baja la proyección de crecimiento económico para todo 2016. El equipo técnico del Banco de la República prevé una expansión anual del PIB de alrededor de 2,0%, menor que el 2,3% de un trimestre atrás. El rango de pronóstico propuesto es entre 1,5% y 2,5%, algo más estrecho que el anterior (de 1,5% a 3,0%).
60. El pronóstico central para todo 2016 supone un crecimiento del consumo privado menor que en 2015, en línea con lo contemplado en el Informe trimestral anterior, teniendo en cuenta el aumento de la tasas de interés resultado del ajuste de la política monetaria, y la pérdida de poder adquisitivo del ingreso de los hogares debido al alza acumulada de los precios al consumidor. También supone un gasto de gobiernos locales y regionales que se dinamiza en el segundo semestre frente al primero, y una revisión a la baja del crecimiento de la inversión en obras civiles, dados unos niveles de ejecución algo menores que los previstos anteriormente. Las exportaciones netas contribuirán positivamente al crecimiento ya que las no tradicionales y las de servicios compensarán parcialmente la caída de las tradicionales, y a que se espera, para el año completo, una contracción de las importaciones, compatible con una menor inversión.
61. Por el lado de la oferta se prevé que los sectores con un desempeño más sobresaliente sean la industria y los servicios financieros. Por el contrario, la minería mostraría una contracción importante explicada por las caídas en la producción de petróleo y carbón.
62. Para 2017 se prevé un incremento anual del PIB similar al que se observaría en 2016, de alrededor de 2,0%, contenido en un intervalo con piso y techo de 1,0% y 3,0%, respectivamente. Cabe señalar que este pronóstico no tiene en cuenta los efectos de la reforma tributaria que entraría en vigencia el próximo año, pero incluye los ajustes fiscales necesarios para cumplir con lo propuesto en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, que a su vez garantiza el cumplimiento de la regla fiscal.

IV. Comportamiento de la inflación y precios

63. La inflación anual en septiembre (7,27%), cayó por segundo mes consecutivo, luego de alcanzar el techo reciente en julio pasado (8,97%) (**Cuadro 8**). La inflación acumulada en lo corrido del año fue de 5,25%, mientras que la variación mensual fue levemente negativa (-0,05%) y menor que la pronosticada por el mercado (0,07%) y por la SGEE.

Cuadro 8

Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A septiembre 2016

Descripción	Ponderación							Participación	Participación
		dic-15	mar-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	en porcentaje en la desaceleración del mes	en porcentaje en la aceleración del año corrido
Total	100,00	6,77	7,98	8,60	8,97	8,10	7,27	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	5,17	6,20	6,31	6,26	6,10	5,92	16,63	100,07
Transables	26,00	7,09	7,38	7,90	7,87	7,53	7,20	9,48	6,06
No transables	30,52	4,21	4,83	4,97	5,01	5,05	4,85	8,37	36,92
Regulados	15,26	4,28	7,24	6,71	6,40	6,10	6,19	-1,22	57,09
Alimentos	28,21	10,85	12,35	14,28	15,71	13,06	10,61	83,37	-0,07
Perecederos	3,88	26,03	27,09	34,94	39,27	21,27	6,66	75,39	-151,37
Procesados	16,26	9,62	10,83	12,09	13,33	13,07	12,56	9,46	95,74
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	7,53	8,11	8,50	9,00	9,18	-1,48	55,56
Indicadores de inflación básica									
Sin Alimentos		5,17	6,20	6,31	6,26	6,10	5,92		
Núcleo 20		5,22	6,48	6,82	7,03	7,07	6,73		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		5,93	6,57	6,77	6,92	6,97	6,65		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,91	6,20	6,22	6,10	5,84		
Promedio indicadores inflación básica		5,43	6,29	6,52	6,61	6,56	6,28		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

64. Al igual que en agosto, el descenso de la inflación total anual en septiembre la lideró el grupo de alimentos, en especial el segmento perecedero. También se presentaron caídas moderadas en la variación anual de los alimentos procesados y en el IPC sin alimentos.

65. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, se redujo de 6,56% en agosto a 6,28% en septiembre. Los cuatro indicadores mostraron disminuciones (**Cuadro 8**). En particular el IPC sin alimentos pasó de 6,10% a 5,92%.

66. Dentro del IPC sin alimentos, los componentes no transable y transable disminuyeron, mientras que regulados repuntó. Los no transables cayeron de 5,05% en agosto a 4,85% en septiembre. Buena parte del descenso se atribuye a un choque puntual (disminución en las boletas de fútbol). Los arriendos se mantuvieron estables en 4,1%.

67. El ajuste anual de los transables sin alimentos ni regulados cayó por tercer mes consecutivo y se situó en 7,20% (vs 7,53% en agosto). Aunque la transmisión de la depreciación acumulada a estos precios ha continuado, el ritmo al que esto está sucediendo se ha moderado.
68. Por el contrario, el IPC de regulados tuvo un leve aumento al pasar de 6,10% en agosto a 6,19% en septiembre. Esta dinámica alista la explica el IPC de combustibles que repuntó de -4,91% en agosto a -2,98% en septiembre como resultado del incremento de COP 101 en el precio de la gasolina. En contraste, transporte disminuyó a 4,99% y el grupo de servicios públicos permaneció estable en 10,53%.
69. En transporte se espera un aumento en octubre por el alza en las tarifas de taxis para la capital. Para servicios públicos, la entrada en vigencia del nuevo marco tarifario puede implicar incrementos en estos precios en varias ciudades.
70. La variación anual de alimentos pasó de 13,06% en agosto a 10,61% en septiembre. Dentro de estos, los percederos tuvieron un significativo descenso desde 21,27% en agosto a 6,66% en septiembre. Los procesados también disminuyeron (de 13,1% a 12,6%): sobresalen las caídas de la carne de res (de 23,2% a 22,0%) y de las grasas (de 15,2% a 8,8%). Las comidas fuera del hogar aumentaron 18 pb. para situarse en 9,2%. Se espera que este indicador disminuya en los próximos meses, en la medida en que se transmitan los menores costos de los alimentos.
71. Es importante destacar que según la información del Sipsa el abastecimiento de alimentos se ha mantenido alto desde la finalización del paro camionero el 22 de julio pasado.
72. Las presiones de los costos no laborales continuaron moderándose en septiembre. La variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) cayó de 4,89% en agosto a 3,38% en septiembre. El descenso lo explica tanto el componente importado (pasó de 0,53% en agosto a -1,60% en septiembre), como el de los bienes producidos y consumidos localmente (de 6,92% a 5,70%).
73. En los costos laborales el comportamiento fue mixto. El ajuste de salarios del comercio cayó de 7,3% en julio a 6,1% en agosto mientras que el de la industria aumentó de 5,0% a 7,9%. Con información a septiembre los salarios de la

construcción pesada (4,2%) y de vivienda (4,3%) no presentaron cambios de importancia.

74. Las expectativas de inflación para diciembre de 2016, obtenidas de la encuesta mensual a analistas financieros y recogidas a comienzos de octubre, continuaron cayendo y se ubicaron en 5,98% (vs 6,26% en la encuesta anterior). Las de doce meses también se redujeron de 4,35% a 4,24%, mientras las de veinticuatro meses aumentaron levemente de 3,61% a 3,65%. Las expectativas obtenidas de la encuesta trimestral se ubicaron en 6,76% a diciembre de 2016, 5,60% a doce meses y 5,07% a veinticuatro meses. Por último, en promedio para lo corrido de octubre (hasta el 26) frente a los datos promedio de septiembre, las inflaciones implícitas (Breakeven Inflation, BEI) que se extraen de los TES denominados en pesos y UVR aumentaron 7 pb, 14 pb y 20 pb. para los plazos a 2, 3 y 5 años, respectivamente y se ubicaron, en su orden, en 3,62%, 3,58% y 3,57%.