



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 2017

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. La economía global ha venido mostrando un desempeño algo mejor que el esperado en el Informe trimestral anterior. Este fenómeno, que había estado limitado a las economías avanzadas, se ha propagado a algunas de las economías emergentes, y ha estado acompañado de unos precios de los bienes básicos más favorables.
2. El crecimiento de las economías avanzadas sigue siendo liderado por los Estados Unidos (EEUU), cuyo PIB se aceleró de forma importante durante el segundo trimestre. Hacia el tercer trimestre, varios indicadores de demanda continúan mostrando una dinámica positiva. No obstante, fenómenos climáticos recientes golpearon de manera transitoria algunos indicadores del sector manufacturero y de ventas al por menor, por lo que para el tercer trimestre se espera un crecimiento menor.
3. Aunque la inflación en los EEUU aumentó en septiembre, registrando 2,2% anual, las diferentes medidas de inflación básica continúan por debajo del 2%. La medida preferida por la Reserva Federal (Fed), el deflactor implícito del consumo, se situó en 1,3% en agosto. Por otra parte, se ha observado algún repunte en los salarios, que aceleraron su crecimiento en septiembre a 2,9% anual.
4. En la zona del euro (ZE), el crecimiento continuó con tendencia positiva durante el segundo trimestre, soportado tanto por la demanda interna como por las exportaciones. La información disponible sugiere que esta dinámica continuó durante el tercer trimestre. Es de destacar que la confianza de consumidor se mantuvo en los niveles más altos de los últimos 16 años y los PMI manufactureros continuaron aumentando.
5. A pesar de haber presentado alguna ligera aceleración en los últimos meses, la inflación de la ZE continúa muy por debajo del 2%. En septiembre fue de 1,3% anual. Esta situación es aún más marcada en la inflación básica, en donde se observó un 1,1% anual en este mismo mes.
6. El crecimiento de la economía china ha sido mejor que el esperado en el Informe anterior. Al tercer trimestre esta creció 6,8% anual, valor mayor al observado para 2016 (6,7%) y a la meta de crecimiento para 2017 (6,5%).
7. En América Latina, la información del crecimiento del PIB para el segundo trimestre muestra algunos signos de recuperación en las economías monitoreadas por el equipo técnico. Esta habría sido especialmente fuerte en el caso del Ecuador, que habría pasado de registrar una caída anual del 1,5% anual en el tercer trimestre de 2016, a un crecimiento anual del 3,3% en el segundo trimestre de 2017. Esto se tradujo en una fuerte revisión al alza de los pronósticos de los analistas para dicho país.

8. La inflación a septiembre en América Latina muestra una tendencia descendente, con excepción de México. Esto último estaría asociado a la depreciación acumulada del peso mexicano y a choques de oferta.
9. Los términos de intercambio de Colombia durante el tercer trimestre han mostrado alguna recuperación, explicada principalmente por los mayores precios del petróleo. La cotización de este producto estaría respondiendo a una mayor demanda y a una producción que creció menos que lo esperado anteriormente. Adicionalmente, el cumplimiento satisfactorio de los acuerdos de la OPEP habría impulsado los precios.

Exportaciones

10. En agosto, el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 1,5%, explicado por aumentos en las ventas externas de los bienes agrícolas y mineros, que compensaron la caída del resto de exportaciones¹ (Cuadro 1).
11. Este modesto comportamiento respondió, en parte, a una alta base de comparación, correspondiente a agosto de 2016, mes en el cual se dio una compensación de algunas exportaciones luego del bajón de julio de 2016, ocasionado por el paro camionero. Sin embargo, siguiendo medidas relacionadas con la tendencia de las series, se obtienen variaciones positivas importantes.
12. Dado lo anterior, en el resto de exportaciones, a pesar de la caída de 6,2% anual, este grupo registró su nivel más alto del año.

Cuadro 1. Comportamiento de las exportaciones en dólares

Agosto de 2017				
	Variación anual [contribución]	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la var. anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual del total
Total exportaciones	1,5%			
Bienes de origen agrícola	23,5% [2,5]	Café	23,3%	1,3
		Flores	22,1%	0,7
Bienes de origen minero	2,0% [1,1]	Petróleo crudo	20,4%	4,4
		Ferroniquel	75,1%	0,9
Resto de exportaciones*	-6,2% [-2,1]	Productos químicos	-17,9%	-1,9
		Maquinaria y equipo	-34,9%	-0,6
Acumulado Enero-Agosto de 2017				
Total exportaciones	19,5%			
Bienes de origen agrícola	13,7% [2,1]	Café	19,9%	1,4
		Flores	8,7%	0,4
Bienes de origen minero	29,7% [15,7]	Carbón	45,5%	6,8
		Petróleo crudo	21,7%	5,8
Resto de exportaciones	5,5% [1,8]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	13,6%	0,8
		Minerales no metálicos y metales básicos	22,6%	0,5

¹ Excluye petróleo y sus derivados, carbón, ferroniquel, oro, café, banano y flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. Las exportaciones de manufacturas representaron en agosto el 95,1% de este grupo.

*Los cinco principales destinos de estas exportaciones cayeron, destacándose el descenso de las ventas externas hacia Venezuela, los Estados Unidos y México, con tasas anuales en agosto de -53,2%, -17,3% y -19,4%, respectivamente.

Fuente: DANE

13. Por su parte en lo corrido del año las exportaciones totales han crecido anualmente 19,5%, respondiendo al aumento en las ventas externas de los tres grupos de bienes, en especial al de los bienes de origen minero (29,7%). La variación anual año corrido del grupo resto de exportaciones (5,5%) se mantuvo en terreno positivo por tercer mes consecutivo, luego de más de tres años de cifras negativas (desde enero de 2014 hasta mayo de 2017, exceptuando enero del presente año).
14. Para el acumulado del año, el valor de las exportaciones crece como consecuencia de mejoras en los precios, con un importante aumento anual en este índice de 19,7%, mientras que el de cantidades apenas aumenta 0,1%. Esta mejora en los precios se da en los tres grupos de bienes, destacándose los de origen minero, con una variación de 30,5% anual.
15. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en septiembre las exportaciones, sin petróleo ni sus derivados, registraron un aumento anual de 29,0%.

Importaciones

16. En agosto el valor en dólares de las importaciones CIF mostró una caída anual de 0,6%, al cual aportó el descenso de las compras externas de las materias primas y los bienes de consumo. Lo anterior contrarrestó el crecimiento de los bienes de capital, que fue importante debido a la importación de aeronaves² (Cuadro 2).
17. Estos crecimientos también están influenciados por una alta base de comparación, sin embargo, siguiendo medidas relacionadas con la tendencia de las series, se obtienen variaciones positivas, aunque leves.

² La importación de aeronaves y sus partes creció anualmente 694%, aportando 3,2 puntos porcentuales al crecimiento del total de las importaciones. Sin dicho rubro, las importaciones totales caerían 3,8% anual, y las importaciones de bienes de capital apenas crecerían 0,3%.

Cuadro 2. Comportamiento de las importaciones en dólares

Agosto de 2017				
	Variación anual [contribución]	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la var. anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual del total
Total importaciones	-0,6%			
Bienes de capital	11,5% [3,3]	Equipo rodante de transporte	166,1%	3,2
		Materiales de construcción	15,4%	0,4
Materias primas	-7,7% [-3,7]	Combustibles	-28,8%	-2,9
		Productos alimenticios para la industria	-15,0%	-0,8
Bienes de consumo	-0,7% [-0,2]	Bienes de consumo no duradero	2,7%	0,4
		Vestuario y otras confecciones textiles	25,0%	0,3
		Bienes de consumo duradero	-5,1%	-0,5
		Vehículos de transporte particular	-14,2%	-0,7
Acumulado Enero-Agosto de 2017				
Total importaciones	5,7%			
Bienes de capital	9,9% [2,9]	Equipo rodante de transporte	50,2%	1,4
		Equipo fijo para la industria (otro equipo)	11,9%	0,7
Materias primas	4,7% [2,2]	Productos mineros	12,0%	1,0
		Productos químicos y farmacéuticos	4,3%	0,6
Bienes de consumo	2,5% [0,6]	Bienes de consumo no duradero	1,3%	0,2
		Vestuario y otras confecciones textiles	15,9%	0,2
		Bienes de consumo duradero	4,0%	0,4
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	9,7%	0,2

Fuente: DANE

18. En lo corrido del año las importaciones totales han crecido 5,7% anual, gracias a los aumentos de los tres grupos de bienes. En este periodo el índice de cantidades y el de precios mostraron un incremento anual de 4,9% y 0,8%, respectivamente. Lo anterior indica que a pesar de que el aumento de las importaciones se debe a un efecto conjunto, es más relevante el aporte de las cantidades, que se concentra en los bienes de capital.
19. De acuerdo al avance de comercio exterior de la DIAN, en septiembre las importaciones CIF registraron una caída anual de 5,7%, sin embargo este dato también podría estar influenciado por una alta base de comparación, debido a grandes valores importados en el rubro de aeronaves y sus partes en septiembre de 2016.

Balanza Comercial de bienes

20. La balanza comercial en el acumulado del año cierra en agosto con un déficit de 5.783 millones de dólares FOB. Esto significa una reducción en 28,0% con respecto al mismo periodo del año anterior, debido a un crecimiento mayor de las exportaciones (19,5%) que de las importaciones (5,8%).

II. Proyecciones de variables externas

a. Escenarios de crecimiento externo

Escenario central o más probable (Cuadro 3)

21. En este Informe se revisó ligeramente al alza el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales del país, frente a lo presentado en el Informe trimestral de julio. En los próximos trimestres la demanda interna continuaría siendo el motor de crecimiento en las economías avanzadas. Para las economías emergentes se prevé una recuperación modesta, soportada por la mayor demanda de las economías avanzadas y por mejores términos de intercambio. Así, se proyecta una recuperación del crecimiento de los socios comerciales en 2017 frente a lo observado en 2016, tendencia que continuaría hacia 2018.
22. El crecimiento de los Estados Unidos se revisó un poco a la baja para el 2017 a pesar del buen dato observado del segundo trimestre. Lo anterior teniendo en cuenta un efecto negativo de los eventos climáticos que se observaron en el tercer semestre. El consumo continuaría impulsando la economía, soportado en las mejoras continuas del mercado laboral.
23. En el escenario central, se espera un incremento en diciembre de este año de la tasa de interés de política de la Fed, y otras dos durante 2018. Esto implica una senda de esta tasa mayor que la pronosticada en el Informe anterior. Así, a finales de 2018, su límite superior se ubicaría en 2%. El escenario central no contempla efectos de consideración sobre las condiciones de financiamiento por cuenta del programa de reducción de hoja de balance que empezó este mes.
24. En el escenario central, no se espera que las políticas económicas del gobierno de los EEUU tengan efectos positivos o negativos durante 2017 o 2018.
25. El crecimiento de la Zona Euro (ZE) se revisó al alza para 2017 y 2018, reflejando los resultados recientes que han sido mejores que lo esperado anteriormente. Esto sería consecuencia de las mejoras en el panorama político de varios países, que habrían impulsado la confianza de consumidores y empresarios.
26. Para este Informe, en el escenario central, no se esperan efectos del Brexit sobre el crecimiento de la ZE.
27. La política monetaria del Banco Central Europeo continuaría siendo expansiva, aunque, dados los anuncios recientes, menos que lo contemplado previamente. Adicionalmente, se espera que la inflación continúe en niveles bajos.
28. En cuanto a China, se aumentó el pronóstico de crecimiento para 2017 y 2018, considerando los buenos resultados del tercer trimestre. Hacia adelante esta economía se vería favorecida por la mayor demanda en las economías avanzadas. Además se prevé que continúe dándose un proceso ordenado de conversión de esta economía a una más dependiente del consumo interno.

29. En América Latina el crecimiento para 2017 se revisó al alza en dos de los países monitoreados por el equipo técnico: Brasil y Ecuador. Se mantuvo inalterado para México y Chile y se redujo para Perú y Venezuela.
30. En cuanto a 2018, se revisaron al alza los crecimientos de Brasil, Ecuador, Perú, México y Chile. Para el próximo año solo se ha revisado a la baja la expectativa para Venezuela.
31. Pese al anterior panorama relativamente favorable, el crecimiento mundial sigue enfrentando importantes riesgos a la baja. Algunos de ellos son:
 - Relativamente altos niveles de endeudamiento a nivel global, que podrían afectar la estabilidad financiera mundial.
 - Una inversión menor que la esperada en los EEUU si no se efectúan las reducciones prometidas en impuestos.
 - Una eventual implementación de políticas que afecten negativamente el crecimiento, en particular en los EEUU.
 - Un riesgo geopolítico mayor.
 - Un incremento mayor de la tasa de política de la Fed, lo cual podría poner en riesgo la recuperación de la actividad económica global.
32. Por otro lado existen riesgos al alza, entre los cuales se pueden mencionar:
 - Una inflación baja, más persistente por razones estructurales, lo cual permitiría una política monetaria más expansiva en la ZE o los EEUU que la contemplada en el escenario central.
 - Una recuperación cíclica de la economía mundial mayor que la anticipada.
33. Dado todo lo anterior, en este Informe se aumentó el pronóstico del precio del petróleo promedio por barril (referencia Brent). En particular se proyecta un precio promedio de 53 dólares por barril (referencia Brent) para 2017³ y de 55 dólares por barril para 2018. Varios factores lo mantendrían en niveles mayores a lo previsto durante el horizonte de pronóstico:
 - El acuerdo de la OPEP se seguiría cumpliendo.
 - La demanda por petróleo de las economías avanzadas y de China sería mayor que la esperada hace un trimestre, lo que contribuye a mayores precios.
 - Aunque la producción seguiría aumentando, esta lo haría cada vez a un menor ritmo, dado que se estaría acercando a su nivel de equilibrio.

³ Este pronóstico implica un precio promedio de 53,5 dólares por barril en el cuarto trimestre para la referencia de petróleo Brent.

Cuadro 3. Escenarios de crecimiento para los principales socios comerciales

País o región	2017			2018		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	1,9	2,1	2,3	1,2	2,2	3,2
	1,8	2,2	2,6	1,0	2,2	3,0
Zona Euro	1,9	2,1	2,3	1,0	1,9	2,5
	1,4	1,8	2,2	0,5	1,6	2,2
China	6,6	6,8	6,9	5,4	6,4	6,8
	6,2	6,6	6,8	5,2	6,2	6,8
Brasil	0,2	0,6	1,0	0,6	2,2	3,2
	-0,3	0,4	1,0	0,4	2,1	3,2
Ecuador	0,0	2,0	2,5	0,0	1,0	2,0
	-1,5	0,0	0,8	-1,5	0,5	1,5
Venezuela	-	-8,0	-6,0	-5,0	-2,0	0,0
	10,0	-	-2,0	-5,0	-1,0	1,0
Perú	2,3	2,8	3,3	3,0	4,2	5,0
	2,4	3,0	3,6	3,0	4,0	5,0
México	1,5	2,0	2,5	1,3	2,3	3,0
	1,2	2,0	2,8	1,0	2,2	3,0
Chile	1,0	1,4	1,8	1,4	2,7	3,4
	0,8	1,4	2,0	1,0	2,6	3,5
Socios Comerciales	1,4	2,0	2,4	1,5	2,4	3,3
	1,1	1,8	2,4	1,2	2,3	3,0

En negro el pronóstico actual

En rojo el pronóstico del Informe trimestral anterior

b. Proyección de la balanza de pagos

34. Con los resultados a junio de 2017, la información disponible para lo corrido del tercer trimestre y el escenario de contexto externo presentado en la sección anterior, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2017 es de 3,7% del PIB (USD 11.493 m) en el escenario central, con déficit de 3,4% para el escenario de bajo crecimiento y de 4,0% para el escenario alto. 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 este rango.

35. El déficit en cuenta corriente proyectado para 2017 es menor al observado en 2016 cuando se ubicó en 4,4% del PIB (USD 12.305 m). Dicha corrección se explica, en su mayoría, por el menor déficit comercial de bienes, resultado principalmente de la mejora prevista en los términos de intercambio (Cuadro 4). Adicional a esto, los mayores ingresos por transferencias corrientes contribuirían positivamente al cierre del desbalance externo. Por el contrario, se espera una ampliación del déficit de servicios no factoriales y de la renta factorial, este último debido en buena parte a la mejora de los precios de exportación.
36. Así, el ajuste adicional de la cuenta corriente para 2017 estaría explicado no por una disminución de los egresos, como sucedió en 2016, sino por el incremento de los ingresos, principalmente por exportaciones de bienes.
37. En particular, para las exportaciones de bienes se estima un crecimiento anual de 10,9% en el escenario central, en especial por incrementos en los precios internacionales de los principales productos. Para el resto de bienes (distintos a mineros y principales agrícolas) se espera un crecimiento anual de 6,4% que contrasta con la caída observada en 2016 (-8,4%). En cuanto a las importaciones en dólares, se prevé un aumento anual de 3,5%, impulsado por el dinamismo observado sobre todo en la primera mitad del año.
38. Adicionalmente, se espera que el comercio de servicios alcance en 2017 un déficit mayor al observado un año atrás. Esto debido al crecimiento de los egresos, para los cuales se prevé un mayor pago de fletes, dado el crecimiento de las importaciones y del precio de petróleo. También se contemplan aumentos de las importaciones de servicios vinculados con la actividad petrolera y mayores pagos por servicios financieros y seguros. Por otro lado, se estima un crecimiento de los ingresos asociados al turismo y a otros servicios empresariales (servicios de asesoría y consultoría y *call centers*).
39. Por renta de factores se estima un incremento de los egresos netos frente a lo observado en 2016, asociado al aumento de las utilidades de las empresas del sector minero-energético, y a los mayores pagos de intereses por concepto de préstamos y títulos de deuda.
40. Con respecto a la proyección presentada un trimestre atrás, el déficit corriente para 2017 se mantuvo relativamente estable en dólares y como proporción del PIB. Sin embargo, al analizar por rubros, se revisó al alza el supuesto de crecimiento de las exportaciones no tradicionales y de los volúmenes exportados de algunos bienes básicos, al tiempo que se redujo el valor importado de bienes. Lo anterior implicó una reducción del déficit comercial mayor a la prevista en el Informe anterior. Esto compensó la revisión al alza del déficit de servicios y renta factorial. También se revisó al alza el supuesto de ingresos por remesas.

Cuadro 4. Proyección de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos

	2016	2017	Variación
		Central	
Cuenta corriente (A + B + C + D)	-12.305	-11.493	812
Porcentaje del PIB	-4,4%	-3,7%	0,7%
A. Bienes	-9.857	-7.751	2.106
<i>Exportaciones</i>	33.382	37.011	3.629
<i>Importaciones</i>	43.239	44.762	1.523
B. Servicios no factoriales	-3.159	-3.474	-316
<i>Exportaciones</i>	8.012	8.362	350
<i>Importaciones</i>	11.171	11.837	666
C. Renta de los Factores	-5.113	-6.621	-1.509
D. Transferencias	5.823	6.353	530

41. En cuanto a los flujos de capital, para 2017 se espera que los recursos por inversión directa sean la principal fuente de financiamiento, seguido de la inversión de cartera. Por préstamos y otros créditos externos se registrarían amortizaciones netas (Cuadro 5).
42. Los flujos por inversión extranjera directa en Colombia (IED) registrarían una caída anual de 6,2%, producto del efecto base de los recursos de la venta de Isagén en 2016. Los flujos estimados de IED son mayores a los previstos un trimestre atrás, debido a los recursos recibidos por empresas del sector de comunicaciones. También se estiman mayores flujos al sector minero-energético dado el favorable comportamiento de los precios internacionales.
43. Adicional a esto, se esperan entradas netas de capital por inversiones de cartera, en gran parte asociadas con la compra de TES por parte de extranjeros y, en menor medida, con la colocación de bonos a cargo del Gobierno en los mercados externos.
44. En contraste con lo anterior, por concepto de préstamos y otros créditos externos, el país registraría salidas netas de capital, debido al prepago de créditos y en menor medida, a la menor contratación de deuda con organismos multilaterales frente a lo esperado en el Informe anterior.

Cuadro 5. Proyección de la Cuenta Financiera de la Balanza de Pagos

	2016	2017	Variación
		Central	
Cuenta Financiera (A + B + C + D)	-12.683	-11.135	1.548
<i>Porcentaje del PIB</i>	<i>-4,5%</i>	<i>-3,6%</i>	<i>0,9%</i>
A. Inversión directa (ii-i)	-9.210	-9.136	74
i. Extranjera en Colombia (IED)	13.726	12.881	-845
ii. Colombiana en el exterior	4.516	3.745	-771
B. Inversión de Cartera	-3.718	-3.509	209
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	80	964	885
D. Activos de reserva	165	546	381
Errores y omisiones (E Y O)	-377	359	

45. Para 2018 se estima un déficit en cuenta corriente como proporción del PIB de 3,6%, equivalente a un nivel en dólares levemente mayor al estimado para 2017. Se prevé una ampliación del déficit comercial de bienes, debido al crecimiento esperado de las importaciones en línea con la recuperación de la actividad económica, en tanto que las exportaciones crecerían a una tasa moderada, dado el bajo incremento que registrarían los precios de exportación. El crecimiento de las exportaciones totales estaría en buena medida explicado por el mayor dinamismo que tendrían las ventas externas de bienes industriales, en un contexto de mayor crecimiento de los principales socios comerciales.
46. El déficit de servicios se estima para 2018 en niveles similares a los de 2017, resultado del buen comportamiento de las exportaciones favorecidas por el mayor crecimiento mundial y los procesos de inversión en años anteriores en sectores como el turismo. Adicionalmente, se seguiría observando un crecimiento de los egresos, impulsados por el pago de fletes, la contratación de servicios técnicos petroleros, y por los efectos sobre el gasto en viajes por las mayores tasas de crecimiento de la economía.
47. Por concepto de renta factorial, se esperan mayores egresos netos en comparación con 2017, debido principalmente a los mayores pagos por intereses de la deuda externa, y en menor medida, al incremento de las utilidades de las empresas extranjeras especialmente de aquellas que operan en sectores diferentes al minero-energético.
48. Un factor adicional que contribuiría al menor déficit corriente de 2018 será el incremento de los ingresos por transferencias corrientes, resultado del mayor crecimiento esperado de los países donde se originan las remesas, en especial los EEUU y algunos países latinoamericanos.
49. El rango de pronóstico para el déficit en cuenta corriente de 2018 estaría entre 3,1% y 4,2% del PIB, determinado por los riesgos que existen sobre el costo y la

disponibilidad de financiamiento externo, así como del crecimiento mundial y de los términos de intercambio.

III. Crecimiento, demanda interna y crédito

50. La información disponible de actividad real en Colombia sugiere una aceleración del ritmo de crecimiento del PIB para el tercer trimestre de 2017. Estas señales de mejor desempeño obedecen, en parte, a la baja base de comparación que se observó en el mismo periodo del año pasado, cuando diferentes sectores se vieron afectados por el paro en el sector transportador. No obstante, al descontar dicho efecto, también se aprecia una recuperación de la dinámica del PIB. Lo anterior permite confiar en que la desaceleración tocó fondo durante la primera mitad de 2017.
51. La dinámica observada para la serie desestacionalizada del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE confirma lo anterior. Este indicador se expandió 1,5% anual en agosto, un comportamiento que significó una desaceleración frente al registro de julio (3,0%, influido por la baja base de comparación del año pasado), pero que permitió al agregado del bimestre julio-agosto crecer 2,3% anual (vs. 1,7% del segundo trimestre del 2017).
52. En el tercer trimestre el crecimiento anual de la demanda interna se habría acelerado, impulsado principalmente por una aceleración de la inversión. El consumo total habría registrado expansiones algo por encima de las observadas en el primer semestre, de la mano de un mejor desempeño del componente público. El privado, sin embargo, habría reportado una dinámica similar a la de trimestres pasados. Las exportaciones netas, por su parte, estarían restando a la expansión del PIB.
53. En cuanto al consumo privado, los indicadores coyunturales respaldan los anteriores pronósticos. Según la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas minoristas de agosto cayeron 0,8% anual. No obstante, el agregado del bimestre julio-agosto registró una expansión de 1,1% frente al mismo periodo del año pasado, lo que representó una aceleración de las ventas minoristas cuando se compara con el -0,5% del agregado del segundo trimestre.
54. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante cayó 0,3% frente al mismo mes de 2016. El agregado del bimestre creció 1,0% anual, lo que también sugiere alguna aceleración frente al registro del segundo trimestre (0,1%).
55. Por su parte, el índice de ventas de vehículos de agosto cayó 3,5% anual. No obstante, el agregado del bimestre creció 1,9% frente al mismo periodo del año pasado, un mejor desempeño cuando se compara con lo observado para el segundo trimestre (-4,0% anual).

56. Otros indicadores auxiliares también permiten prever un desempeño del consumo de los hogares similar al de trimestres anteriores. En septiembre el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) mejoró un poco con respecto a los niveles de agosto, pero su nivel continúa por debajo del promedio calculado desde noviembre de 2001. Con este dato, el promedio del índice agregado para el tercer trimestre fue apenas algo mayor que el del segundo trimestre.
57. La serie desestacionalizada del balance de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República, con cifras a agosto, no sugiere un comportamiento dinámico del consumo privado en dicho mes.
58. Los resultados de las series de mercado laboral tampoco permiten prever un alto desempeño del consumo privado para el tercer trimestre de 2017. Con cifras a agosto, la serie desestacionalizada de la tasa de desempleo muestra estabilidad a nivel nacional, pero continúa con la tendencia creciente para las trece áreas desde hace más de un año. Por su parte, el número de ocupados de las trece áreas permanece estancado. Para este mismo dominio geográfico, con información del trimestre móvil terminado en agosto, se observaron incrementos en el empleo no asalariado e informal mayores que los respectivos crecimientos del empleo asalariado y formal.
59. Para el caso de la formación bruta de capital, las cifras de importaciones de bienes de capital (en pesos constantes) del tercer trimestre permiten prever nuevos crecimientos de las inversiones en maquinaria y equipo y en equipo de transporte. No obstante, con cifras a agosto, la serie desestacionalizada del balance de expectativas de inversión de la EMEE mostró un retroceso.
60. En materia de comercio exterior, las cifras publicadas por el DANE con corte a agosto, y la información de los boletines de la DIAN a septiembre, sugieren crecimientos tanto de las exportaciones como de las importaciones reales. En el primer caso, dicha recuperación sería coherente con lo reportado para las ventas al exterior de productos mineros, café y de bienes no tradicionales. Para el caso de las importaciones, los crecimientos habrían sido jalonados por las compras de bienes de capital, principalmente.
61. Por el lado de la oferta, aunque los indicadores disponibles muestran comportamientos dispares, estos también sugieren que en el tercer trimestre el crecimiento del PIB habría sido mayor que el observado en la primera mitad del año. De acuerdo con ellos, parte de la recuperación de la actividad económica que se observa por el lado de la oferta también estaría explicada por el efecto de la baja base de comparación frente un año atrás por el paro camionero.
62. Según cifras del DANE, la producción industrial real total cayó en agosto 3,1% anual, luego del significativo crecimiento de 6,3% en julio por la baja base de comparación. Con este resultado, el bimestre julio-agosto se expandió 1,6% anual, que contrasta con la significativa contracción del trimestre anterior (-3,1%). Al excluir refinación, las manufacturas restantes mostraron una contracción anual de

3,3%⁴. En lo corrido del año, la industrial total y sin refinación de petróleo caen 0,7% y 2,0% anual, respectivamente.

63. Respecto al sector agrícola, la Federación Nacional de Cafeteros reportó que la producción de café en septiembre fue de 1.228.000 sacos de 60 kg, lo que implicó un incremento de 18,8% anual. Para el agregado del periodo julio-septiembre, la producción mostró una expansión anual de 17,4% (vs. -17,3% del segundo trimestre). Por el contrario, el sacrificio de ganado mostró un retroceso anual de 7,0% en agosto, y en el bimestre julio-agosto cae 3,5% anual.
64. El dato de la producción de petróleo para el mes de septiembre (852 mbd en promedio) registró una leve caída anual (-0,8%). No obstante, para el tercer trimestre la producción se situó en 856 mbd en promedio, lo que corresponde a un crecimiento anual de 1,5%.
65. En el sector de la construcción, la producción de cemento registró una caída de 8,5% anual en agosto. Aunque el componente tendencial muestra una leve pendiente positiva, el promedio móvil de orden 6 cae 0,3% anual. Las licencias de construcción crecieron 1,0% anual en agosto. Sin embargo, el acumulado a doce meses continúa cayendo (-11,3%).
66. Por último, la demanda de energía total creció 1,5% anual en septiembre. El componente tendencial sigue mostrando una pendiente positiva. El componente regulado creció 2,2% y el no regulado lo hizo en 0,6%. Es importante señalar que la demanda de energía de la industria continúa cayendo 4,3% anual.
67. Con todo lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República proyecta que el crecimiento anual del PIB del tercer trimestre de 2017 se habría situado entre 1,8% y 2,8%, con 2,3% como cifra más probable.
68. En este Informe se mantuvo la proyección de crecimiento del PIB para todo 2017 en 1,6%, pero contenida en un rango más estrecho que el contemplado en el Informe de junio (entre 1,3% y 1,9%, en comparación con el rango de un trimestre atrás de entre 1,0% y 2,0%). También se revisó al alza la proyección central y el rango de pronóstico para el crecimiento del PIB de 2018. Así, se estima que el crecimiento de la actividad real estará alrededor de 2,7% el próximo año, contenido en un rango entre 1,5% y 3,5% (vs. 2,4% del trimestre anterior, entre 1,0% y 3,0%).

IV. Comportamiento de la inflación y precios

69. La inflación anual al consumidor en septiembre fue de 3,97%, 10 puntos base (pb) por encima de lo observado en agosto. Este es el segundo mes de aumento consecutivo de la inflación anual desde julio de 2016, cuando alcanzó un máximo de 8,97% (Cuadro 8).

⁴ La producción industrial sin refinación creció 1,2% anual en el bimestre julio-agosto de 2017.

70. Para lo corrido del año, la inflación acumulada del IPC ascendió en septiembre a 3,49%, nivel inferior al observado en el mismo período del año pasado (5,25%).
71. La variación mensual fue 0,04%, un registro significativamente inferior a lo esperado por el mercado (0,18%) y por el equipo técnico.
72. El IPC de alimentos perecederos y el de regulados fueron los dos principales componentes de la canasta familiar que contribuyeron a aumentar la inflación anual en el último mes. En contraste, el IPC de transables, junto con los de alimentos procesados y las comidas fuera del hogar, ejercieron presiones a la baja.
73. En septiembre de nuevo se observó un descenso de la inflación básica, medida esta como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, el cual se situó en 4,58%, 16 pb menos que el resultado del mes anterior. El desempeño de este indicador, que presenta una tendencia decreciente desde agosto del año pasado, contrasta con el aumento de la inflación anual en los dos últimos meses.
74. Todos los indicadores de inflación básica disminuyeron en septiembre. El IPC sin alimentos primarios, combustibles y Ss. Ps. (de 4,56% a 4,31%) y el IPC sin alimentos ni regulados (de 4,59% a 4,44%) fueron los que más lo hicieron. Asimismo, se contrajeron el IPC núcleo 20, el de mayor nivel, (de 5,00% a 4,87%) y el IPC sin alimentos (de 4,81% a 4,71%) (Cuadro 8).

Cuadro 8. Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
A septiembre 2017

Descripción	Ponderación	dic-16	jun-17	jul-17	ago-17	sep-17	Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración del año corrido
Total	100	5.75	3.99	3.40	3.87	3.97	100.00	100.00
Sin alimentos	71.79	5.14	5.12	4.79	4.81	4.71	-56.85	18.04
Transables	26.00	5.31	4.41	4.09	3.75	3.41	-77.96	25.16
No transables	30.52	4.85	5.21	5.20	5.23	5.21	0.79	-5.41
Regulados	15.26	5.44	6.01	5.03	5.57	5.68	20.32	-1.70
Alimentos	28.21	7.22	1.37	0.20	1.69	2.22	156.85	81.96
Perecederos	3.88	-6.63	-14.72	-16.92	-6.81	-0.32	328.08	-17.20
Procesados	16.26	10.74	3.29	2.24	1.71	0.84	-146.89	87.20
CFH	8.07	8.54	7.62	7.10	6.30	6.01	-24.34	11.96
Indicadores de inflación básica								
Sin Alimentos		5.14	5.12	4.79	4.81	4.71		
Núcleo 20		6.18	5.31	5.22	5.00	4.87		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		6.03	5.07	4.88	4.56	4.31		
Inflación sin alimentos ni regulados		5.05	4.87	4.72	4.59	4.44		
Promedio indicadores inflación básica		5.60	5.09	4.90	4.74	4.58		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

75. Dentro del IPC sin alimentos, el subgrupo de transables sin alimentos ni regulados (cuya variación anual cayó de 3,75% en agosto a 3,41% en septiembre) fue el único que presionó la inflación anual a la baja en el último mes. La huelga en el transporte aéreo que se inició a finales de septiembre no incidió en el IPC de pasajes aéreos, el cual cayó en el mes 1,2% anual. Varios rubros de electrodomésticos y aparatos electrónicos siguieron mostrando caídas en sus

precios, sin embargo se observaron aumentos en el IPC de vehículos y de celulares.

76. Cabe recordar que el IPC de transables recibió el mayor impacto por cuenta de las alzas en los impuestos indirectos de la última reforma tributaria. Su variación anual presentaba una tendencia decreciente desde junio del año pasado, la cual se interrumpió en los dos primeros meses de este año por dicho choque, pero que fue retomada desde marzo.
77. Como se mencionó en el Informe pasado, para los primeros meses del año 2018 se espera una reducción en la variación anual del componente transable del IPC por una base de comparación estadística alta, debido a las alzas asociadas con el aumento del IVA en el 2017.
78. En septiembre, la variación anual de no transables se mantuvo muy cerca de 5,2%, como se observa desde abril de este año. En este mes sobresale el descenso de arriendos (de 4,27% a 4,20%) y el del subgrupo resto (de 5,07% a 5,04%), lo cual fue compensado por aumentos en rubros afectados indirectamente por el tipo de cambio (de 6,68% a 6,91%) y en los indexados (de 6,87% a 6,94%).
79. La variación anual de regulados aumentó de 5,57% en agosto a 5,68% en septiembre. Dentro de regulados, servicios públicos fue el único subgrupo que aumentó (de 4,47% a 4,84%), debido a una base de comparación estadística muy baja para energía más que a un aumento en el nivel de estas tarifas. En contraste al comportamiento de servicios públicos, en septiembre disminuyeron las variaciones anuales de los IPC de combustibles (de 9,92% a 9,77%) y de transporte (de 5,3% a 5,17%).
80. Hacia comienzos de 2018 se esperan alzas en las tarifas de aseo en Bogotá según lo anunciado por la alcaldía de esta ciudad. Asimismo, se prevé un aumento en el IPC de transporte público por cuenta de la introducción de una nueva plataforma tecnológica y una actualización tarifaria en el servicio de taxi en Bogotá (se estima un aumento cercano al 7,0%).
81. En septiembre, la inflación anual de alimentos repuntó por segundo mes consecutivo, al situarse en 2,22% frente a 1,69% en agosto. Este aumento se concentró en alimentos perecederos (de -6,81% a -0,32%), impulsados por los precios de productos como papa y algunas frutas y hortalizas.
82. La tendencia alcista reciente en la inflación anual de alimentos no se explica por un deterioro de la oferta agropecuaria. De hecho, se registró un alto abastecimiento de alimentos en septiembre y lo corrido de octubre, el cual se reflejó en una variación mensual negativa en el IPC respectivo en septiembre (-0.40%). La aceleración de la inflación de esta canasta obedece más a una base de comparación relativamente baja en igual período del año pasado, cuando los precios comenzaban a normalizarse luego del impacto alcista del fenómeno de El Niño y del paro camionero. Un fenómeno similar deberá seguir observándose en

los próximos dos meses por lo cual se espera que los alimentos sigan impulsando la inflación anual al alza.

83. En cuanto a los costos no laborales, por tercer mes consecutivo se presentó un ajuste al alza en la inflación anual del IPP total oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), pasando de 0,95% en agosto a 1,17% en septiembre. Esta mayor inflación al productor se explica tanto por el componente producido y consumido internamente (de 1,29% a 1,55%), como por el importado (de 0,18% a 0,32%).
84. Los costos laborales presentaron comportamientos mixtos, de acuerdo con la última información disponible. La tasa de ajuste anual de los salarios de la industria manufacturera disminuyó entre julio (8,8%) y agosto (8,0%), mientras que la de los salarios del comercio aumentó de 5,0% a 5,6%. Por su parte, los salarios en la construcción de vivienda (5,7%) y en la construcción pesada (4,3%) no presentaron cambios de importancia entre agosto y septiembre. De acuerdo con la más reciente estimación del equipo técnico, se espera que 2017 termine con una brecha de desempleo más amplia que la observada el año anterior, razón por lo cual no se esperan presiones adicionales sobre salarios en lo que resta de este año que afecten los costos de producción y los precios.
85. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de octubre), las expectativas de inflación a diciembre de este año cayeron de 4,18% según la encuesta de septiembre a 4,07% de acuerdo con la efectuada a comienzos de octubre. Algo similar pasó con las expectativas a veinticuatro meses (que pasaron de 3,39% a 3,37%). Por su parte, las expectativas de inflación doce meses adelante permanecieron estables (3,63%).
86. La encuesta de expectativas trimestrales con información a octubre de 2017, señala que el mercado espera una inflación anual de 4,30% a diciembre de 2017, nivel inferior respecto al registro observado en la encuesta de julio pasado (4,43%). Asimismo, se contrajeron las expectativas de inflación a doce meses (de 3,95% en julio a 3,92% en octubre) y veinticuatro meses (de 3,85% a 3,83%).
87. La inflación implícita en los títulos de deuda pública (Break-Even Inflation, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR para lo corrido de octubre (hasta el 24) se ubica en 3,25%, 3,35%, 3,43% y 3,54% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. Frente al promedio de septiembre, el BEI varió -2 pb, -1 pb, -1 pb y -1 pb para estos mismos horizontes, respectivamente.
88. Utilizando la curva Forward Break-Even Inflation (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2017 es de 4,34% (este se obtiene adicionando a la expectativa de inflación para lo que resta del año, la inflación acumulada observada). Para los años 2018, 2019 y 2020 corresponde a 3,50%, 3,56% y 3,57%, respectivamente.