



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

AGOSTO DE 2017

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. La nueva información muestra que el escenario de crecimiento externo presentado en el informe anterior, en el que la economía global habría continuado su recuperación, impulsada principalmente por las economías avanzadas, se sigue manteniendo.
2. En cuanto al precio del petróleo, en las últimas semanas las noticias sobre un mayor cumplimiento de los acuerdos de la OPEP, así como una demanda más dinámica, habrían contribuido al incremento de las cotizaciones en este mercado. El precio promedio en lo corrido del año (al 28 de septiembre) para la referencia Brent es 52,5 USD/b superior al promedio proyectado para 2017 (51 USD/b).
3. La Reserva Federal anunció que el programa de reducción de su hoja de balance empezará en octubre y que duraría tres años. En opinión de diversos analistas esta decisión no debería implicar consecuencias mayores sobre los mercados financieros, puesto que al haber sido anunciado con anticipación, parte de sus efectos ya estarían descontados.
4. Aunque la Fed mantuvo constante la tasa de política en su reunión de septiembre, la lectura de sus comunicados por parte del mercado llevó a que la probabilidad de incrementos futuros fuera revisada al alza significativamente.
5. La inflación en las economías desarrolladas aún se encuentra por debajo de sus metas, sin embargo los últimos datos disponibles muestran algún repunte, en particular en la inflación básica.
6. A pesar de que el crecimiento de los Estados Unidos para el segundo trimestre se revisó al alza, los fenómenos climáticos recientes probablemente tendrán algún efecto negativo durante el tercero. A agosto el mercado laboral continúa registrando buenos crecimientos en el empleo mientras que la tasa de desempleo se mantiene relativamente estable en niveles muy bajos.
7. La información disponible para la zona del euro al tercer trimestre muestra una actividad económica más intensa que la esperada. La confianza de los consumidores y los empresarios a agosto continúa en niveles altos.
8. En América Latina, las cifras disponibles de actividad económica al segundo trimestre muestran alguna recuperación en Brasil, Chile, México y Perú.
9. En términos generales, la inflación mostró una tendencia descendente en las economías emergentes a agosto. En América Latina la excepción sigue siendo México, en donde sigue presentándose una aceleración.
10. Así las cosas, las cotizaciones de las monedas latinoamericanas se mantuvieron relativamente estables en las últimas semanas.
11. Los términos de intercambio de Colombia a julio continúan mostrando una recuperación con respecto a los bajos niveles alcanzados en 2016. En lo corrido

de 2017, este indicador ha tenido un comportamiento estable, cerca de los niveles pronosticados.

12. En agosto se continuaron observaron importantes entradas de capitales a las economías emergentes. En América Latina estos flujos aumentaron con respecto al mes anterior, y se observaron tanto en renta fija como en renta variable.

Balanza de pagos

13. Durante el primer semestre de 2017, la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 6.119 m (4,1% del PIB) (**cuadro 1**), mayor en dólares al de un año atrás cuando se ubicó en USD5.992 m (4,6% del PIB). Es de anotar que el valor del déficit corriente para el segundo trimestre (US\$ 2,708 m, 3,5% del PIB) estuvo en línea con el estimado.
14. El mayor déficit corriente en el primer semestre se explica por el crecimiento de los egresos (USD3.185 m), el cual se originó por el aumento de las importaciones de bienes y de los egresos por utilidades de las empresas del sector minero-energético con inversión extranjera directa (IED), así como por el mayor pago de intereses de la deuda externa. Lo anterior más que compensó el incremento de los ingresos (USD3.058m), en especial por las exportaciones de bienes.
15. Por componentes, el incremento del déficit corriente (USD127 m) estuvo explicado por los mayores egresos netos por renta factorial (USD1.248 m) y en menor medida, por servicios no factoriales (USD125 m). En caso contrario, el menor déficit comercial de bienes (USD996 m) y las mayores transferencias corrientes (USD249 m) aportaron al descenso del déficit externo.
16. Para lo corrido de 2017 a junio, las entradas de capital extranjero totalizaron USD7.531 m, en tanto que las salidas de capital para adquirir activos en el exterior fueron de USD1.389 m (**cuadro 1**). Del total de entradas, la IED fue la principal fuente de financiación al representar el 69%, seguido de la compra de TES por parte de inversionistas extranjeros con 27%. La colocación de títulos en los mercados internacionales y la compra de acciones en el mercado local representó el 16%, en tanto que se registraron amortizaciones netas por concepto de préstamos y otros flujos.
17. En comparación con lo observado un año atrás, la cuenta financiera de la balanza de pagos durante el primer semestre de 2017 registró menores flujos netos de capital por USD653 m. Esto debido en gran medida a la caída de la IED por USD3.040 m (36,9%) resultado de una alta base de comparación por la venta de Isagen en los primeros meses de 2016.

Cuadro 1

BALANZA DE PAGOS (millones de dólares)	Enero - Junio	
	2016	2017
Cuenta corriente (A + B + C + D)	-5.992	-6.119
Porcentaje del PIB	-4,6%	-4,1%
A. Bienes	-4.984	-3.988
Exportaciones	15.730	17.924
Importaciones	20.714	21.912
B. Servicios no factoriales	-1.570	-1.694
Exportaciones	3.688	3.900
Importaciones	5.257	5.595
C. Renta de los Factores	-2.218	-3.466
D. Transferencias	2.780	3.029
Cuenta Financiera (A + B + C + D)	-6.413	-5.760
A. Inversión directa (ii-i)	-6.315	-3.208
i. Extranjera en Colombia (IED)	8.239	5.199
ii. Colombiana en el exterior	1.924	1.991
B. Inversión de Cartera	-1.545	-1.741
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y de riva dos)	1.505	-1.058
D. Activos de reserva	-57	247
Errores y omisiones (E Y O)	-421	359

Exportaciones de bienes

18. En julio, el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 37,6%, explicado por aumentos en los tres principales grupos de bienes. Parte de este crecimiento se debe a una baja base de comparación en julio de 2016, mes en el cual tuvo lugar el paro camionero. No obstante, la tendencia de las series, que corrige en parte este efecto estadístico, mantienen variaciones positivas importantes.
19. Los bienes de origen minero y el grupo resto de exportaciones fueron los que más aportaron al crecimiento total del mes, con aumentos anuales de 26,4% y 56,4%, respectivamente (**Cuadro 2**).

Cuadro 2. Comportamiento de las exportaciones en dólares

Julio 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	37,6%			
Bienes de origen agrícola	52,3% [6,0]	Café	77,6%	4,4
		Banano	113,9%	1,6
Bienes de origen minero	26,4% [16,2]	Carbón	104,9%	15,0
		Petróleo crudo	5,3%	1,8
Resto de exportaciones*	56,4% [15,4]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	64,8%	3,4
		Productos químicos	37,5%	3,3
Acumulado Enero-Julio de 2017				
Total exportaciones	22,7%			
Bienes de origen agrícola	12,6% [2,0]	Café	19,5%	1,4
		Flores	7,1%	0,4
Bienes de origen minero	34,8% [18,2]	Carbón	62,4%	8,6
		Petróleo crudo	21,5%	6,0
Resto de exportaciones	7,8% [2,5]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	12,5%	0,8
		Minerales no metálicos y metales básicos	28,3%	0,6

*En este rubro los destinos que más aportaron al crecimiento fueron Resto de ALADI¹, Perú y Ecuador, con incrementos anuales en julio de 87,6%, 95,9% y 65,9%, respectivamente.

Fuente: DANE

20. Por otra parte, en lo corrido del año las exportaciones totales han crecido anualmente 22,7%, respondiendo al aumento en las ventas externas de los tres grupos de bienes, en especial al de los bienes de origen minero (34,8%). La variación anual año corrido del grupo resto de exportaciones (7,8%) se mantuvo en terreno positivo por segundo mes consecutivo, luego de más de tres años de cifras negativas (desde enero de 2014 hasta mayo de 2017, exceptuando enero del presente año).
21. Para el acumulado del año, el valor de las exportaciones crece como consecuencia de mejoras en los precios con un importante aumento anual de 21,3%, mientras que el índice de cantidades aumenta 1,3%. Esta mejora en los precios se da en los tres grupos de bienes, destacándose en los de origen minero (variación de 32,9% anual).
22. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en agosto las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron una caída anual de 3,3%. Sin embargo este dato se encuentra afectado por una alta base de comparación, debido al repunte que registraron las exportaciones en agosto de 2016 luego del paro camionero del año pasado. En niveles, el dato refleja un buen comportamiento.

¹ Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), sin Venezuela, Ecuador, Perú ni México.

Importaciones de bienes

23. En julio el valor en dólares de las importaciones CIF mostró un crecimiento anual de 11,8%, al cual aportó el incremento de las compras externas de los tres grupos de bienes, en especial el de materias primas y el de bienes de capital (**Cuadro 3**). Estos crecimientos también están influenciados por una baja base de comparación. No obstante, la tendencia de las series que corrige parte de estos efectos estadísticos, mantienen leves variaciones positivas.
24. En cuanto a las de bienes de consumo, en julio registraron una variación anual de 9,6%, donde aportaron las mayores importaciones de bienes no duraderos (10,1%) y de bienes duraderos (8,9%).

Cuadro 3. Comportamiento de las importaciones en dólares

Julio 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	11,8%			
Bienes de capital	13,0% [3,9]	Equipo fijo para la industria (otro equipo)	33,2%	1,9
		Maquinaria industrial	15,2%	1,0
Materias primas	12,2% [5,6]	Combustibles	50,2%	3,4
		Productos mineros	25,0%	2,1
Bienes de consumo	9,6% [2,3]	Bienes de consumo no duradero	10,1%	1,3
		Vestuario y otras confecciones textiles	41,6%	0,5
		Bienes de consumo duradero	8,9%	1,0
		Maquinas y aparatos de uso doméstico	13,3%	0,3
Acumulado Enero-Julio de 2017				
Total importaciones	6,8%			
Bienes de capital	9,6% [2,9]	Equipo rodante de transporte	37,1%	1,1
		Equipo fijo para la industria (otro equipo)	13,6%	0,8
Materias primas	6,9% [3,2]	Productos mineros	12,6%	1,0
		Productos químicos y farmacéuticos	5,9%	0,9
Bienes de consumo	3,1% [0,7]	Bienes de consumo no duradero	1,1%	0,1
		Vestuario y otras confecciones textiles	14,3%	0,2
		Productos alimenticios	-3,3%	-0,2
		Bienes de consumo duradero	5,5%	0,6
		Vehículos de transporte particular	3,4%	0,2
Máquinas y aparatos de uso doméstico	8,5%	0,2		

Fuente: DANE

25. En lo corrido del año las importaciones totales han crecido 6,8% anual, con aumentos en los tres grupos de bienes. En este periodo el índice de cantidades y el de precios mostraron un incremento anual de 5,7% y 1,1%, respectivamente.
26. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en agosto las importaciones CIF registraron una caída anual de 1,1%, sin embargo están afectadas por la alta base de comparación, propia del repunte luego del paro camionero en 2016.

Balanza Comercial de bienes

27. La balanza comercial en el acumulado del año a julio presenta un déficit de 4.869 millones de dólares FOB. Esto significa una reducción del déficit en 30,8% con respecto al mismo periodo del año anterior, debido a un crecimiento mayor de las exportaciones (22,7%) que el de las importaciones (6,9%).

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

28. La información disponible para el tercer trimestre de 2017 sugiere que el ritmo de crecimiento del PIB se habría acelerado con respecto a los registros de la primera mitad del año. Este comportamiento se habría visto favorecido por una baja base de comparación en el mismo periodo de 2016 (producto de choques de oferta en el sector transportador que tuvieron lugar en julio del año pasado), así como por la presencia de Semana Santa en el segundo trimestre de 2017. Sin embargo, cuando se controla por dichos efectos el crecimiento se habría acelerado. Además de lo anterior, los indicadores coyunturales han mostrado un dinamismo que ha sido levemente mayor que el esperado por el equipo técnico del Banco de la República.
29. En efecto, la dinámica observada para la serie desestacionalizada del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE confirma dicha percepción. Éste registró un incremento de 3,0% anual en julio, una dinámica mayor que la de junio (1,4%) y que la del agregado del segundo trimestre (1,7%). Nuevamente, este desempeño obedeció, en gran medida, a una baja base de comparación en el mismo mes de 2016.
30. Así, en este informe se prevé un mejoramiento del desempeño de la demanda interna para el tercer trimestre, en un contexto en el que se continuó observando una recuperación de los términos de intercambio, se moderaron los incrementos de los precios al consumidor y continúa la transmisión de las reducciones en la tasa de intervención a las de mercado. Tanto el consumo como la inversión, habrían registrado un comportamiento levemente superior al de trimestres anteriores. Por otra parte, la contribución de las cuentas de comercio exterior al crecimiento del PIB habría sido negativa.
31. Los resultados de los indicadores coyunturales apoyan lo anterior. Según la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en julio las ventas totales del comercio minorista (sin combustibles) aumentaron 2,9% anual, mayor que el dato de junio (0,9%) y que la caída observada para el agregado del segundo trimestre del año (-0,5%). Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 2,2% anual en el mismo mes. Esto también fue una

aceleración frente a los registros de junio (1,2%) y del segundo trimestre de 2017 (0,2%). Cabe señalar que en ambos casos, los resultados estuvieron influenciados por la presencia de una baja base de comparación en el mismo mes de 2016, periodo en que se dio el paro camionero.

32. El índice de ventas de vehículos automotores creció 7,7% anual en julio. Este aumento contrasta con la caída registrada para el agregado del segundo trimestre de 2017 (-4,0%). De manera similar, estos resultados fueron fuertemente influenciados por una baja base de comparación en el mismo mes de 2016.
33. Por su parte, en agosto el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) retrocedió frente a los registros de junio y julio. Su nivel continúa en terreno negativo, por debajo del promedio calculado desde noviembre de 2001 y del segundo trimestre de 2017. Este comportamiento fue determinado tanto por el componente del Índice de Condiciones Económicas (ICE) de los hogares así como por el de Expectativas de mediano y largo plazos de los Consumidores (IEC).
34. El balance desestacionalizado de ventas de la EMEE del BR de julio se recuperó un poco. No obstante, la tendencia de la serie continúa sugiriendo una dinámica del consumo privado débil durante dicho mes.
35. Los indicadores del mercado laboral continúan mostrando resiliencia a nivel nacional, pero algún deterioro para el caso de las trece áreas. Las series desestacionalizadas de la tasa de desempleo con corte a julio tuvieron pocos cambios en el primer caso, pero continúa la tendencia creciente, que cumple más de un año, para el segundo. Esto último es consistente con un casi nulo crecimiento anual del empleo en estas áreas. Para este mismo dominio geográfico, con información al trimestre móvil terminado en julio, las series desestacionalizadas muestran un leve aumento anual del empleo asalariado y del empleo formal, al tiempo que se observan pocos cambios en el no asalariado y una disminución del informal.
36. Por su parte, en agosto el crecimiento del endeudamiento de los hogares en términos nominales continuó desacelerándose en el margen. Adicionalmente, la transmisión de las reducciones de la tasa de intervención hacia las tasas de mercado de los hogares sigue siendo lenta, aunque se ha hecho más evidente en meses recientes. Con lo anterior, la tasa de interés de consumo real de los hogares se sitúa por debajo de su promedio desde 2005, pero las de tarjeta de crédito y usura continúan por encima.
37. Con respecto a la formación bruta de capital distinta de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles, en julio la serie desestacionalizada del balance de expectativas de inversión de la EMEE sugieren una leve recuperación frente al segundo trimestre. Además, de acuerdo con la información a agosto del boletín de comercio exterior de la DIAN, la

dinámica reciente de las importaciones de bienes de capital (llevadas a pesos constantes) permite prever que este renglón de la inversión continuaría creciendo, aunque a tasas menores que las observadas en el segundo trimestre del año.

38. Finalmente, según las cifras en dólares de comercio exterior del DANE y del boletín de la DIAN, el déficit comercial habría continuado corrigiéndose en lo corrido del tercer trimestre. Lo anterior es igualmente cierto cuando se llevan las series a pesos constantes, aunque la contribución al crecimiento continuaría siendo negativa. Las exportaciones reales habrían sido impulsadas por la recuperación de las ventas de bienes mineros y de bienes agrícolas, mientras que las importaciones habrían registrado dinamismo por el comportamiento de las compras de bienes de capital e intermedios, principalmente.
39. Por el lado de la oferta, los pocos indicadores disponibles para el tercer trimestre de 2017 muestran una recuperación de la actividad económica respecto a la primera mitad del año.
40. En el caso de la industria de acuerdo a la Encuesta Mensual Manufacturera del DANE, en julio el crecimiento anual de la producción se situó en 6,2%, algo mayor a lo previsto por el equipo técnico. Al excluir refinación, las manufacturas restantes crecieron a una tasa anual de 5,1%. Es importante señalar que esa expansión se debe en parte a una baja base de comparación frente al año pasado, cuando ocurrió el paro camionero que contrajo la producción significativamente.
41. Pese a lo anterior, en lo corrido del año, la industrial total cae 0,4%, mientras que la industria sin refinación de petróleo cae 1,9%. Asimismo, el componente tendencial de ambas series continúa mostrando un importante deterioro. Por último, la heterogeneidad entre las sub-ramas que componen la industria es elevada. Mientras que ramas como elaboración de aceites (13,9%), fabricación de papel (6,6%) y refinación de petróleo (5,9%) muestran expansiones por encima del comportamiento sectorial y de la economía en su conjunto en lo corrido del año, otras como la fabricación de carrocerías (-21,7%), metales preciosos (-22,5%) y artículos de viaje, bolsos y cuero (-22,3%) muestran importantes contracciones.
42. Otras variables relacionadas con el sector, obtenidas de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo, muestran señales mixtas. Con información a agosto, mientras que el indicador de pedidos y las expectativas a tres meses señalan una leve mejoría, el indicador de existencias fue desfavorable. Con todo ello, aunque la confianza de la industria mejoró frente al mes anterior, el componente tendencial continúa sugiriendo un debilitamiento sectorial.
43. En el caso de los comerciantes, se observó un deterioro adicional en agosto para la situación actual de las ventas del comercio. En contraste, las perspectivas de las ventas a seis meses presentaron una leve mejoría. En ambos casos, los

componentes tendenciales continúan mostrando un comportamiento desfavorable del sector.

44. En julio la producción de cemento registró un incremento significativo (18%), mientras que el acumulado a seis meses se expandió levemente (0,2%). El componente tendencial muestra una pendiente ascendente. Cabe señalar que este indicador también podría estar afectado por el paro camionero (en julio del 2016 cayó 17,6% anual).
45. Por otra parte, la demanda de energía total aumentó 0,2% anual en agosto. Mientras que el componente regulado creció 1,4%, el no regulado cayó 1,1%. La demanda de energía por parte de la industria también mostró una contracción en agosto (-4,2%).
46. En agosto la producción de café se situó en 1.294.000 sacos, lo que implicó una expansión anual de 8,8%. En el bimestre julio-agosto la expansión fue de 16,7%.
47. La producción de petróleo se ubicó en 858 mil barriles diarios en agosto, aumentando 3,8% frente al mismo mes del año anterior. Para el bimestre julio-agosto también se observó un crecimiento de 2,7%.
48. Con todo lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República mantiene el pronóstico de crecimiento para todo 2017 en 1,6%, contenido en un rango entre 1,0% y 2,0%. Estos pronósticos implican que el crecimiento del segundo semestre del año, sería superior al del primero.

III. Comportamiento de la inflación y precios

49. La inflación anual al consumidor en agosto fue de 3,87%, porcentaje mayor en 47 puntos base (pb) con respecto a lo observado el mes anterior. Este repunte es el primero desde que la inflación anual alcanzó su techo reciente en julio de 2016 (8,97%). Frente al dato de diciembre de 2016 la inflación anual descendió 188 pb. (**Cuadro 4**).
50. En lo corrido del año, el IPC acumuló un crecimiento de 3,44%, inferior a la del mismo periodo del año pasado (5,31%).
51. La inflación mensual fue de 0,14%, registro superior al -0,32% de agosto de 2016. Por su parte, el pronóstico de la inflación mensual del mercado (0,10%) se situó por debajo del dato oficial, mientras el del equipo técnico estuvo levemente por encima.
52. La contribución de los principales componentes de la canasta familiar al aumento de la inflación anual en agosto fue mixta. El segmento transable, junto con los alimentos procesados y las comidas fuera del hogar, contribuyeron a bajar la inflación. Por el contrario, las mayores presiones inflacionarias se

concentraron en los alimentos perecederos y, en menor magnitud, en los regulados y no transables.

53. En contravía con la dinámica alcista de la inflación anual, la inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, siguió cayendo (desde 4,90% en julio a 4,74% en agosto), manteniendo la tendencia descendente que se observa desde agosto del año pasado.
54. Todos los indicadores de inflación básica retrocedieron, salvo el IPC sin alimentos que aumentó (de 4,79% en julio a 4,81% en agosto). El IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos fue el indicador que más descendió (desde 4,88% a 4,56%). Igualmente cayeron el IPC núcleo 20, el de mayor nivel (de 5,22% a 5,00%) y el IPC sin alimentos ni regulados (de 4,72% a 4,59%) (**Cuadro 4**).

Cuadro 4

Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A agosto 2017

Descripción	Ponderación	dic-16	jun-17	jul-17	ago-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	100.00	100.00
Sin alimentos	71.79	5.14	5.12	4.79	4.81	6.31	14.17
Transables	26.00	5.31	4.41	4.09	3.75	-15.53	19.83
No transables	30.52	4.85	5.21	5.20	5.23	3.35	-5.09
Regulados	15.26	5.44	6.01	5.03	5.57	18.48	-0.57
Alimentos	28.21	7.22	1.37	0.20	1.69	93.69	85.83
Perecederos	3.88	-6.63	-14.72	-16.92	-6.81	124.35	0.63
Procesados	16.26	10.74	3.29	2.24	1.71	-17.14	75.11
CFH	8.07	8.54	7.62	7.10	6.30	-13.52	10.09
Indicadores de inflación básica							
Sin Alimentos		5.14	5.12	4.79	4.81		
Núcleo 20		6.18	5.31	5.22	5.00		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		6.03	5.07	4.88	4.56		
Inflación sin alimentos ni regulados		5.05	4.87	4.72	4.59		
Promedio indicadores inflación básica		5.60	5.09	4.90	4.74		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

55. Dentro del IPC sin alimentos, el subgrupo de transables (de 4,09% a 3,75%) fue el único que presionó la inflación anual a la baja en agosto. Es importante anotar que este segmento de la canasta ha venido cayendo sin interrupción desde marzo pasado, en la medida en que se terminaba de diluir el efecto alcista de la depreciación del peso con respecto al dólar y pese al aumento de los impuestos indirectos a comienzos de este año. Se espera una contracción en el ajuste anual del IPC transable en los primeros meses del año 2018, por una base de comparación estadística alta, que refleja el aumento de dichos impuestos y cuyas alzas golpearon sobre todo este componente.

56. El cambio anual del IPC no transable viene mostrando una estabilidad marcada en torno al 5,2% en los últimos cinco meses. En esta sub-canasta sobresale el aumento de arriendos (de 4,23% a 4,27%). Presiones al alza también se presentaron en servicios de diversión y culturales.
57. La variación anual de regulados aumentó de 5,03% en julio a 5,57% en agosto. Todos los componentes de esta sub-canasta repuntaron, a excepción de transporte, el cual disminuyó de 5,83% a 5,30%. No obstante, se esperan alzas en este rubro a partir de octubre por cuenta de la nueva plataforma tecnológica y actualización tarifaria del servicio de taxi en Bogotá (se estima un aumento cercano al 7,0%). Dentro de los regulados, servicios públicos fue el subgrupo que más aumentó de 3,09% en julio a 4,47% en agosto (por gas que creció más de 4,0% en agosto). En los servicios públicos, se esperan alzas a partir de enero del próximo año, como consecuencia del aumento anunciado en las tarifas de aseo por parte de la alcaldía de Bogotá. Por su parte, combustibles pasó de 9,15% a 9,92% (en agosto subió el precio de la gasolina 99 pesos).
58. Después de un año cayendo sin interrupción, el ajuste anual de alimentos repuntó de 0,20% en julio a 1,69% en agosto (por alimentos perecederos que aumentó de -16,92% a -6,81%). En lo corrido del año, el IPC de alimentos aumentó 2,32% frente al 7,88% para igual período de 2016. Es importante aclarar que el repunte en el ajuste anual de alimentos no lo explica un mal desempeño de la oferta agrícola. Se trata en buena parte de un efecto estadístico por la baja base de comparación del año pasado. De hecho la variación en el mes de agosto 2017 fue negativa (-0,08%).
59. El efecto de una base de comparación estadística desfavorable en la inflación anual de los alimentos se extenderá algunos meses más, tal y como se anticipó el mes anterior. De esta manera, los alimentos impulsaran la inflación anual al alza en los próximos meses.
60. En cuanto a los costos no laborales, por segundo mes consecutivo se presentó un aumento en la variación anual del IPP total oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), pasando de terreno negativo en julio (-0,30%) a positivo en agosto (0,95%). Este comportamiento se explica por el aumento de la variación anual del IPP producido y consumido internamente (de -0,95% en julio a 1,29% en agosto). En contraste, la variación anual del segmento importado del IPP disminuyó (de 1,21% a 0,18%).
61. Respecto a los salarios, los de la industria manufacturera continuaron mostrando ajustes crecientes (de 7,2% en junio a 8,6% en julio), mientras que los del comercio, luego de una caída en junio, volvieron a repuntar (de 4,8% en junio a 5,0% en julio). Por otra parte, los ajustes anuales de los salarios en la construcción de vivienda (5,8%) y en la construcción pesada (4,4%) se han mantenido estables los últimos cuatro meses. A pesar de la actual holgura en el

mercado laboral, los salarios se vienen ajustando a tasas por encima de la meta de inflación.

62. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de septiembre), las expectativas de inflación a diciembre de este año aumentaron levemente de 4,16% en agosto a 4,18% en septiembre, al igual que las esperadas doce meses adelante (de 3,62% a 3,63%). En contraste, la inflación esperada en veinticuatro meses cayó de 3,42% a 3,39%.
63. La inflación implícita en los títulos de deuda pública (Breakeven inflation, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR para lo corrido de septiembre (hasta el 26) se ubica en 3,28%, 3,36% y 3,44% para 2, 3 y 5 años, respectivamente. Frente al promedio de agosto, el BEI promedio aumentó 27 pb, 18 pb, y 6 pb para estos mismo horizontes respectivamente.
64. Por último, utilizando la curva Forward Break-even Inflation (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2017 es de 4,58% (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 3,48%, 3,53% y 3,56%, respectivamente.