



# 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

MAYO DE 2017

## **I. Contexto externo y balanza de pagos**

1. En las últimas semanas los precios internacionales del petróleo disminuyeron de forma significativa tras las noticias sobre mayores inventarios e incrementos en la producción de países no-miembros de la OPEP, como los Estados Unidos y Libia. Esto a pesar de la extensión del acuerdo de recorte de la producción anunciado a finales de mayo por parte de la OPEP y otros países.
2. De mantenerse dichos niveles y la tendencia, se afectarían negativamente los términos de intercambio de Colombia
3. El 14 de junio la Fed incrementó su tasa de política al rango entre 100 y 125 pb. Adicionalmente anunció un programa para la contracción gradual de alrededor de un millón de millones de dólares en su hoja de balance, el cual se ejecutaría durante los próximos años. Sin embargo aún no se ha establecido una fecha de inicio.
4. En dicha economía, el crecimiento continúa sustentado en la demanda interna y en particular en el consumo. La tasa de desempleo sigue descendiendo y estaría cercana a su nivel no-inflacionario. Por su parte, la inflación total anual disminuyó de 2,2% en abril a 1,9% en mayo, y la inflación núcleo de 1,9% a 1,7%. Cabe resaltar que esta disminución se atribuye a factores transitorios. El mercado continúa anticipando que la inflación total se mantenga por encima de la meta de la Fed (2%) en lo restante de 2017 y durante 2018.
5. En la zona del euro, los datos a mayo y junio muestran una tendencia al alza en los niveles de confianza de consumidores y empresarios. Con respecto a la variación de los precios, se observó una reducción de 1,9% anual en abril a 1,4% en mayo, significativamente por debajo de la meta del Banco Central Europeo (BCE) (ligeramente por debajo del 2%). Sin embargo, esta disminución también se considera transitoria.
6. En algunos países de América Latina, las cifras disponibles de actividad económica a abril muestran crecimientos bajos y cercanos a cero en varios casos. Así, el crecimiento de los socios comerciales continuaría siendo impulsado por las economías avanzadas.
7. En abril se siguieron observando entradas de capitales a América Latina, concentrados en renta variable (en renta fija se observaron salidas).
8. En las últimas semanas se han incrementado las primas de riesgo país (medidas por los CDS) para Brasil y Colombia. En el primer caso debido al reciente escándalo de corrupción, y en el segundo, en parte por cuenta de la caída del precio del petróleo, principalmente.
9. Las monedas latinoamericanas continúan mostrando una tendencia a la apreciación. Sin embargo en Colombia y Brasil se observaron algunas depreciaciones en las últimas semanas.

## Exportaciones (Cuadro 1)

10. En abril el valor en dólares de las exportaciones registró un crecimiento anual de 6,8%, explicado principalmente por el comportamiento del grupo de bienes de origen minero, que aumentó 32,5% anual. Por otro lado, se destaca la caída de las ventas externas de principales productos agrícolas y resto (asociado a bienes manufactureros), los cuales disminuyeron anualmente 32,0% y 5,7% respectivamente.
11. En lo corrido del año, el valor en dólares de las exportaciones creció 25,4%, respondiendo en mayor medida al aumento de 52,1% de las ventas externas de bienes de origen minero. En este periodo, el índice de precios del total de las exportaciones registró un importante aumento (31,7%) mientras que el índice de cantidades disminuyó (-4,6%). Esto sugiere que el valor de las exportaciones crece como consecuencia de mejoras en los precios, de las cuales la más significativa es la de los bienes de origen minero (51,9% anual en el acumulado a abril).

**Cuadro 1. Comportamiento de las exportaciones en dólares**

	Variación anual [contribución]	Rubros con mayor contribución a la var. anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual
				Abril de 2017
<b>Total exportaciones</b>	6,8%			
Bienes de origen agrícola	-32,0% [-6,6]	Café Banano	-24,6% -50,4%	-2,8 -2,1
Bienes de origen minero	32,5% [15,2]	Petróleo crudo Carbón	43,4% 21,3%	10,5 2,8
Resto de exportaciones*	-5,7% [-1,8]	Productos químicos Vehículos automotores y otros transporte	-9,3% -43,0%	-0,8 -0,8
<b>Acumulado Enero-Abril de 2017</b>				
<b>Total exportaciones</b>	25,4%			
Bienes de origen agrícola	6,7% [1,2]	Café Banano	18,3% -4,7%	1,6 -0,2
Bienes de origen minero	52,1% [25,1]	Petróleo crudo Carbón	46,1% 65,9%	11,6 8,5
Resto de exportaciones	-2,5% [-0,8]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café Vehículos automotores y otros transporte	-4,6% -12,0%	-0,3 -0,2

\*En este rubro los destinos que más aportaron a la disminución fueron Venezuela, Estados Unidos, México y Asia, con descensos anuales en abril de 54,3%, 13,4%, 20,8% y 16,8% respectivamente.

Fuente: DANE

12. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en mayo las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un crecimiento anual de 33,6% debido principalmente al comportamiento de las ventas externas de carbón (según esta fuente, en abril este grupo de exportaciones había disminuido 4,8%, sin embargo la caída reportada posteriormente por el DANE fue de 6,4%).

## Importaciones (Cuadro 2)

13. En abril el valor en dólares de las importaciones CIF mostró un crecimiento anual de 9,0%, explicado por el incremento de las compras externas de equipo de capital (24%) y materias primas (9,3%), principalmente. Si se excluye la adquisición de aeronaves, rubro en el cual se dio el principal aumento, las importaciones totales y de bienes de capital mantienen tasas positivas de crecimiento (2,8% y 2,6%, respectivamente).
14. En cuanto a las importaciones de bienes de consumo, registraron en abril una caída anual de 9,6%, explicada tanto por bienes duraderos como no duraderos (-7,4% y -11,6%, respectivamente).
15. En lo corrido del año el valor en dólares de las importaciones totales aumentó 7,4%. Tanto el índice de cantidades como el de precios mostraron incrementos anuales (5,9% y 1,4%, en su orden).

**Cuadro 2.** Comportamiento de las importaciones en dólares

Abril de 2017				
	Variación anual [contribución]	Rubros con mayor contribución a la var. anual (en misma dirección)		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual
<b>Total importaciones</b>	9,0%			
<b>Bienes de capital</b>	24% [7,0]	Equipo rodante de transporte Maquinaria industrial	243,7% 3,5%	7,0 0,2
<b>Materias primas</b>	9,3% [4,4]	Combustibles Productos mineros	89,7% 13,1%	4,7 1,0
<b>Bienes de consumo</b>	-9,6% [-2,3]	<b>Bienes de consumo no duradero</b> Productos alimenticios Productos farmacéuticos y de tocador	-11,6%	-1,5
		<b>Bienes de consumo duradero</b> Vehículos de transporte particular	-7,4% -14,6%	-0,8 -0,9
Acumulado Enero-Abril de 2017				
<b>Total importaciones</b>	7,4%			
<b>Bienes de capital</b>	10,9% [3,2]	Equipo rodante de transporte Partes y accesorios de equipo de transporte	74,2% 13,8%	2,2 0,5
<b>Materias primas</b>	7,5% [3,5]	Productos alimenticios para la industria Productos químicos y farmacéuticos	15,2% 5,5%	1,0 0,8
<b>Bienes de consumo</b>	3,0% [0,7]	<b>Bienes de consumo no duradero</b> Productos alimenticios Tabaco	-1,9% -2,6% -53,4%	-0,2 -0,1 -0,1
		<b>Bienes de consumo duradero</b> Vehículos de transporte particular	9,1% 12,6%	1,0 0,7

Fuente: DANE

16. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en mayo las importaciones CIF registraron un incremento anual de 2,2% (según esta fuente, en abril habían crecido 1,6%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue un incremento de 9,0%).
17. Respecto a la balanza de pagos, durante el primer trimestre de 2017, la cuenta corriente registró un déficit de USD3.182 m (4,4% del PIB), inferior al de un

año atrás cuando se ubicó en USD3.546 m (5,9% del PIB). Es de anotar que el valor para el primer trimestre de 2017 fue similar al estimado y presentado por la SGEE en el último informe trimestral (US\$ 3,233 m, 4,5% del PIB).

18. A diferencia de lo observado a lo largo de 2016, el menor desbalance externo se explica por un importante crecimiento de los ingresos (USD2.274m), que más que compensó el incremento de los egresos (USD1.910m).
19. Por componentes, la reducción del déficit corriente (USD364 m) estuvo explicada principalmente por el menor déficit comercial de bienes (USD1.025 m), originado, a su vez, en un aumento de los ingresos por exportaciones mayor al de los egresos por importaciones. La mejora de la balanza comercial contrarrestó el incremento de los egresos netos por renta factorial (USD 773 m), debido a las mayores utilidades de las empresas del sector minero-energético y al pago de intereses de la deuda externa. Los rubros de servicios y transferencias corrientes también aportaron, aunque en menor magnitud, al descenso del déficit corriente.
20. En el caso particular de los servicios no factoriales, en el primer trimestre de 2017 las exportaciones de aumentaron anualmente 6,8% impulsadas especialmente por los mayores ingresos recibidos por concepto de viajes y de servicios de seguros y financieros, empresariales y de construcción. Cabe anotar, que los ingresos corrientes por concepto de servicios se concentran principalmente en el rubro de viajes (USD 1,212 m) y transporte (USD 406 m), representando cerca del 80% de estas exportaciones. Por su parte, las importaciones de servicios registraron un incremento anual de 1,6%, debido principalmente a los mayores egresos asociados con los gastos por seguros y servicios financieros, los gastos de viajes y el pago de servicios de transporte. Durante el primer trimestre de 2017, los principales egresos corresponden a gastos por viajes al exterior (USD 987 m) y servicios de transporte (USD 623 m) aportando en conjunto el 61% de este rubro.
21. En cuanto a los flujos de capital, en el primer trimestre se registraron entradas netas por USD2.858 m (ingresos de capital extranjero por USD 4.587 m y salidas de capital colombiano por USD 1.730 m). Del total de ingresos, la inversión extranjera directa (IED) fue la principal fuente de financiación (55%), seguido por la inversión de portafolio en el mercado local (38%, en su mayoría dirigido a la compra de acciones por inversionistas extranjeros). La colocación de títulos en los mercados internacionales representó el 5%, mientras que el restante 2% correspondió a préstamos y otros flujos externos, principalmente créditos con la banca multilateral.
22. En comparación con lo observado un año atrás, la cuenta financiera de la balanza de pagos registró menores flujos netos de capital por USD 841 m. Esto debido principalmente a la caída de la IED por USD 2.188 m, por cuenta del efecto base de la venta de Isagen en los primeros meses de 2016.

**Cuadro 3. Balanza de pagos**

BALANZA DE PAGOS (millones de dólares)	Enero - Marzo	
	2016	2017
<b>Cuenta corriente (A + B + C + D)</b>	-3.546	-3.182
<b>Porcentaje del PIB</b>	-5,9%	-4,4%
A. Bienes	-3.050	-2.025
Exportaciones	7.117	8.862
Importaciones	10.167	10.887
B. Servicios no factoriales	-708	-623
Exportaciones	1.887	2.016
Importaciones	2.596	2.638
C. Renta de los Factores	-1.154	-1.927
D. Transferencias	1.367	1.393
<b>Cuenta Financiera (A + B + C + D)</b>	-3.698	-2.858
A. Inversión directa (i-i)	-3.734	-1.799
i. Extranjera en Colombia (IED)	4.703	2.515
ii. Colombiana en el exterior	969	716
B. Inversión de Cartera	-815	77
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	752	-1.228
D. Activos de reserva	98	93
<b>Errores y omisiones (E Y O)</b>	-153	324

Fuente: Banco de la República

## II. Crecimiento, demanda interna y crédito

23. La información disponible para el segundo trimestre sugiere que la economía colombiana habría registrado una expansión baja, similar a la de los primeros tres meses del año. El consumo privado habría continuado mostrando un desempeño débil, en tanto que la inversión mostraría una tasa de crecimiento baja pero se habría acelerado con respecto a los resultados del primer trimestre. El comercio exterior habría contribuido negativamente al crecimiento del PIB.
24. De acuerdo con la información a abril de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), las ventas minoristas (sin combustibles) cayeron 2,1% frente al mismo mes de 2016. Esto significó una desaceleración frente a lo observado para el primer trimestre del año (-1,7%).
25. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 0,3% anual. Esto representa una recuperación con respecto al primer trimestre (-1,4%). Los niveles de la serie son mayores que los de meses anteriores, aunque

el componente tendencial sugiere un deterioro con respecto a lo observado hacia finales de 2016.

26. Por su parte, en abril las ventas de automotores cayeron 15,4% anual, en parte por una base de comparación relativamente alta en el mismo periodo del año pasado.
27. En abril el balance de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República, mostró una caída pronunciada, lo que sugiere que en dicho mes el consumo privado habría registrado una dinámica débil.
28. Con lo anterior, no se prevé un dinamismo importante del consumo privado durante el segundo trimestre del año, aunque proyecciones preliminares indican que el crecimiento de este rubro del PIB podría ser algo mejor que el del primer trimestre.
29. Con información a mayo el Índice de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo retrocedió un poco luego de tres meses de recuperación. El nivel fue mayor que el del agregado de los primeros tres meses del año, pero continúa en niveles bajos e inferiores al promedio calculado desde noviembre de 2001.
30. Igualmente con cifras a mayo, los registros de matrículas de vehículos publicados por ANDI y Fenalco crecieron 2,2% anual, lo que significó una recuperación de los niveles de la serie frente a lo observado en promedio para el primer trimestre de 2017. Los aumentos se dieron tanto en el caso de vehículos de uso particular (3,2%) como de uso comercial (1,2%). Sin embargo, se mantiene la tendencia negativa.
31. Respecto al mercado laboral, las series desestacionalizadas con corte a abril muestran estabilidad en la tasa de desempleo a nivel nacional, pero una tendencia creciente desde hace cerca de un año para la de las trece áreas. En cuanto al empleo, en abril el número de ocupados presentó un incremento significativo a nivel nacional, pero un estancamiento a nivel de las trece áreas. Para este último dominio geográfico se destaca que el empleo asalariado continúa creciendo, mientras el no asalariado disminuye, tanto en variaciones anuales como en el margen.
32. Por su parte, el crédito bancario dirigido a las empresas sigue desacelerándose, mientras que el otorgado a los hogares también ha reducido un poco su tasa de crecimiento en las últimas semanas. Esto en un contexto en el que la transmisión de los recortes de la tasa de política ha sido mayor a las tasas de los créditos comerciales que a las de los créditos a los hogares.
33. En cuanto a la formación bruta de capital distinta de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles, las importaciones de bienes de capital de abril y mayo (llevadas a pesos constantes) sugieren una mejor dinámica de este rubro del PIB durante el segundo trimestre.

34. Por último, las cifras en dólares de comercio exterior a abril mostraron un crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones. Sin embargo, la producción de bienes básicos de origen minero (carbón y petróleo) y de café registraron dinámicas mediocres (incluso contracciones), lo que se reflejaría en el desempeño de las exportaciones reales en el PIB. Para el caso de las importaciones, al llevarlas a pesos constantes, se observan incrementos.
35. Por el lado de la oferta, las cifras disponibles para abril y mayo indican un deterioro mayor al esperado.
36. En abril la producción industrial total cayó 6,8% anual, cifra inferior a la esperada por la SGEE. Al excluir refinación, las manufacturas restantes se contrajeron 9,9% anual. Para el ítem de refinación de petróleo el resultado fue una variación anual de 7,5%. En lo corrido del año, la producción industrial total disminuyó 1,5%, mientras que la industria sin refinación de petróleo lo hizo en 3,5%.
37. La caída de la industria en abril es explicada en gran parte por el efecto calendario de la Semana Santa. Las estimaciones del equipo técnico que corrigen por dicho fenómeno, muestran que la industria sin refinación de petróleo habría caído 3,0%. El componente tendencial de esta serie muestra un deterioro importante desde hace un año.
38. Con información de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo a mayo, las tendencias de los indicadores de existencias (contracíclico) y de pedidos de la industria, así como las expectativas de producción a tres meses, continúan deteriorándose.
39. Para el caso de los comerciantes, los componentes tendenciales de los indicadores de situación actual de las ventas y de las perspectivas a seis meses reportados en la EOE, muestran una pendiente negativa y sugieren que el bajo dinamismo de las ventas al por menor podría continuar en los próximos meses.
40. En lo que respecta a la construcción, en mayo la producción de cemento cayó 3,1%, mientras que en lo corrido del año la reducción fue de 4,0%. Adicionalmente el licenciamiento, tanto de vivienda como de edificaciones no residenciales, ha mostrado un deterioro frente al pico alcanzado un año y medio atrás.
41. Los datos a mayo para la producción de los principales bienes de exportación reflejan caídas en términos anuales. La de petróleo fue 851 mil barriles diarios, lo que representó una contracción de 5,9% (-9,4% para lo corrido del año), mientras que la de café se ubicó en 901 mil sacos, lo que implicó una caída de 22,5% (-21,3% en promedio para el bimestre abril-mayo que contrasta con el buen comportamiento del primer trimestre, con +12,8%).
42. La demanda de energía creció 2,5% en mayo, y su componente tendencial muestra una pendiente positiva. Al descomponer entre regulado y no regulado, las expansiones fueron 3,4% y 0,2%, respectivamente.

43. Por último, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) publicado por el DANE, cayó 0,6% en abril, lo que contrasta con el +0,9% observado en el primer trimestre. Al corregir por estacionalidad, el ISE se expandió 1,4% en el mismo mes, mayor que el registro de marzo (-0,7%) y que el del primer trimestre de 2017 (0,4%).
44. Con esto, parecen estarse materializando riesgos a la baja incorporados en el rango de pronóstico de crecimiento del PIB del informe trimestral anterior (entre 0,8% y 2,6%, con 1,8% como cifra más probable).

### III. Comportamiento de la inflación y precios

45. Luego de una pausa en abril, la inflación anual al consumidor retomó una senda descendente en mayo, cayendo de 4,66% a 4,37% (**Cuadro 4**). La variación mensual del IPC fue de 0,23%, inferior a la estimada por el mercado (0,33%) y por la SGEE. En lo corrido del año se acumuló una inflación de 3,23%, nivel inferior a la registrada para igual período de 2016 (4,60%).
46. La caída de la inflación al consumidor desde diciembre de 2016 (5,75%) se explica principalmente por el comportamiento del IPC de alimentos (especialmente por los procesados) y en menor magnitud por el de transables. En contraste, el componente no transable del IPC (sin alimentos ni regulados) y el subgrupo de regulados presionaron la inflación al alza.
47. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, retrocedió de 5,52% en abril a 5,33% en mayo, una caída de importancia si se compara con el leve retroceso entre diciembre de 2016 (5,60%) y abril de 2017. Todos los indicadores de inflación básica disminuyeron en el mes. El IPC núcleo 20 (de 5,84% en abril a 5,59% en mayo) y el IPC sin alimentos (de 5,60% a 5,35%) fueron los que más cayeron. El IPC sin alimentos ni regulados, el de menor nivel, pasó de 5,28% a 5,09% (**Cuadro 4**).
48. Al interior del IPC sin alimentos, en mayo se observó una reducción importante en la variación anual del IPC de transables (sin alimentos ni regulados) a de 5,35% a 4,88%. Después de la aceleración durante los dos primeros meses del año, atribuible al aumento de los impuestos indirectos, este indicador retomó una senda decreciente acorde con la menores presiones cambiarias hasta mayo y con la debilidad que exhibe la demanda interna. Es importante recordar que el impacto alcista del aumento de los impuestos indirectos se concentró en este componente del IPC.
49. Por su parte, la variación anual de los no transables (sin alimentos ni regulados) no presentó cambios de importancia entre abril (5,22%) y mayo (5,25%). Se destaca, a nivel de subgrupos, el nuevo aumento de arriendos (de 4,28% a

4,34%) y del segmento indexado (servicios de educación y salud entre otros, de 6,86% a 6,91%).

**Cuadro 4**  
**Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica**  
**A mayo de 2017**

<b>Descripción</b>	<b>Ponderación</b>					
		<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>mar-17</b>	<b>abr-17</b>	<b>may-17</b>
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>6,77</b>	<b>5,75</b>	<b>4,69</b>	<b>4,66</b>	<b>4,37</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>71,79</b>	<b>5,17</b>	<b>5,14</b>	<b>5,13</b>	<b>5,60</b>	<b>5,35</b>
Transables	26,00	7,09	5,31	5,59	5,35	4,88
No transables	30,52	4,21	4,85	5,33	5,22	5,25
Regulados	15,26	4,28	5,44	4,05	6,75	6,24
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>10,85</b>	<b>7,22</b>	<b>3,65</b>	<b>2,49</b>	<b>2,09</b>
Perecederos	3,88	26,03	-6,63	-13,09	-14,47	-14,13
Procesados	16,26	9,62	10,74	6,28	5,12	4,39
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	8,54	8,94	8,08	7,79
<b>Indicadores de inflación básica</b>						
Sin Alimentos		5,17	5,14	5,13	5,60	5,35
Núcleo 20		5,22	6,18	6,01	5,84	5,59
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. publs.		5,93	6,03	5,61	5,37	5,29
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,05	5,44	5,28	5,09
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>		<b>5,43</b>	<b>5,60</b>	<b>5,55</b>	<b>5,52</b>	<b>5,33</b>

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

50. La variación anual de regulados disminuyó de 6,75% en abril a 6,24% en mayo. A diferencia de lo observado en abril, todos los componentes cayeron, incluido combustibles (de 9,46% a 9,43%) pese al aumento de COP 111 decretado para mayo.
51. Para los alimentos, la variación anual del IPC mantuvo una fuerte tendencia decreciente, en línea con lo esperado, situándose en 2,09%. Por sub grupos, al descenso en este mes contribuyeron los procesados (que incluyen carne de res y leche) y las comidas fuera del hogar (**Cuadro 4**). Para los perecederos, aunque la variación anual continuó en terreno negativo, aumentó un poco frente al registro del mes anterior.
52. La tendencia decreciente de la variación anual de alimentos debe extenderse por dos meses más, teniendo en cuenta el amplio abastecimiento que se observa en lo corrido de junio en las centrales de abasto del país, la caída que se registra en el IPP agropecuario en mayo, y la alta base de comparación en igual período de 2016. Por otro lado, el paro de Buenaventura entre mediados de mayo y la primera semana de junio, no pareciera haber afectado de manera importante la disponibilidad de alimentos importados.

53. En cuanto a las presiones de costos, en mayo los no laborales continuaron descendiendo, como se observa desde mediados del año pasado. El ajuste anual del IPP de oferta interna (produtos y consumidos internamente más importados) se situó en terreno negativo (-0,16% frente al 0,39% de abril). En lo corrido del año el IPP oferta interna acumuló una variación inferior (-0,01%) a la observada para el mismo periodo del año pasado (1,78%).
54. Para los costos laborales, los ajustes salariales se moderaron de acuerdo con la última información disponible. Con corte a abril los salarios de la industria manufacturera se incrementaron 5,2% anual, los del comercio 5,4%, y los de la construcción de vivienda y de construcción pesada en mayo lo hacían al 5,8% y 4,3%, respectivamente. A pesar de este hecho y de la holgura relativa del mercado laboral, los costos salariales seguirían ejerciendo algunas presiones alcistas sobre los precios, ya que todavía crecen a tasas muy superiores a la meta de inflación.
55. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de junio), las expectativas de inflación cayeron frente a las obtenidas en la encuesta del mes anterior. La inflación esperada para diciembre de 2017 retrocedió de 4,45% en mayo a 4,37% en junio, a doce meses de 3,67% a 3,62% y a veinticuatro meses de 3,39% a 3,34%.
56. En cuanto a la inflación implícita que se extrae de los TES denominados en pesos y en UVR (Break-even Inflation, BEI), al comparar el comportamiento de mayo con lo corrido de junio (hasta el 28) se observa que en promedio se redujo 24 pb, 18 pb y 7 pb para la estimación a 2, 3 y 5 años respectivamente. De esta forma, el BEI promedio en lo corrido de junio se ubica, en su orden, en 2,99%, 3,10% y 3,21% para 2, 3 y 5.
57. Por último, la estimación de la inflación anual para los años 2018, 2019 y 2020 utilizando la curva Forward Break-even Inflation (FBEI), corresponde a 3,25%, 3,34% y 3,39%, en su orden. Así, el FBEI calculado en junio fue ligeramente mayor para 2020, y menor al estimado en mayo para 2018 y 2019. Además, dado que la inflación acumulada a mayo se ubicó en 3,23% y el BEI para lo restante del año es 3,04%, la estimación de la inflación implícita para 2017 es de 5,05%, inferior al 5,25% estimado en mayo.