



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

NOVIEMBRE DE 2017

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. La nueva información sobre contexto externo muestra pocos cambios con respecto a lo presentado el mes anterior. La economía global habría continuado su recuperación, impulsada principalmente por las economías avanzadas.
2. El mercado laboral estadounidense continúa registrando crecimientos del empleo y descensos de la tasa de desempleo. Sin embargo, esta situación sigue sin traducirse en presiones relevantes sobre los salarios.
3. La Reserva Federal de los Estados Unidos incrementó su tasa de interés de política en 25 pb al rango entre 1,25% – 1,50% en su reunión de diciembre, tal como se anticipaba.
4. En la zona del euro, la confianza de los consumidores y los empresarios a noviembre continúa en niveles altos.
5. La inflación continúa siendo baja en las economías avanzadas, no obstante, algunos aumentos recientes. Esto a pesar de la dinámica positiva del producto y del mercado laboral.
6. En cuanto al petróleo, en las últimas semanas su precio para la referencia Brent se mantuvo relativamente alto frente a lo esperado en informes anteriores, alrededor de USD 63/b. Las mejores perspectivas de la demanda global y la extensión del acuerdo de la OPEP hasta mediados de 2018 explican este desempeño.
7. En América Latina, las cifras disponibles de actividad económica muestran alguna recuperación en todos los países monitoreados.
8. Así las cosas, las monedas latinoamericanas se han mantenido estables en las últimas semanas. La reducción de la calificación crediticia de Colombia por parte de Standard and Poor's (S&P) del día lunes 11 de diciembre estuvo acompañada de una depreciación del peso de 0,3% con respecto al cierre del 7 de diciembre.
9. En noviembre se continuaron observando importantes entradas de capitales a las economías emergentes. En cuanto a América Latina, en ese mismo mes, se observaron entradas en renta fija y salidas en renta variable. En Colombia, según la balanza cambiaria, durante noviembre el país recibió USD 415 m por concepto de flujos de portafolio, siendo el tercer monto mensual más alto del año tras marzo y abril. Para el bimestre octubre-noviembre entraron USD 447 m por este concepto.
10. Los CDS en la región se mantuvieron estables y en niveles bajos durante las últimas semanas.

Balanza de pagos

11. Entre enero y septiembre de 2017, la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 8.363 m (3,7% del PIB) (**Cuadro 1**), inferior al de un año atrás cuando se ubicó en USD 9.677 m (4,8% del PIB). Es de anotar que el valor del déficit corriente para el tercer trimestre (USD 2.589 m, 3,4% del PIB) fue mayor al estimado y presentado en el último informe trimestral (USD 2.239 m, 2,9% del PIB).
12. Los datos publicados a septiembre de Balanza de pagos indican una revisión a la baja del déficit corriente en el primer semestre del año por cerca de USD 345 m. Esto compensó el error de pronóstico del tercer trimestre, de forma tal que el déficit corriente del país para lo acumulado a septiembre (3,7% del PIB) está en línea con el estimado en el pasado informe trimestral. Dado lo anterior, y con la escasa información disponible para el cuarto trimestre, el equipo técnico mantuvo inalterado el pronóstico del déficit corriente para todo el 2017 (3,7% entre 3,4% y 4,0%).

Cuadro 1

BALANZA DE PAGOS (millones de dólares)	Enero - Septiembre	
	2016	2017
Cuenta corriente (A + B + C + D)	-9.677	-8.363
Porcentaje del PIB	-4,8%	-3,7%
A. Bienes	-7.510	-4.819
<i>Exportaciones</i>	24.309	28.237
<i>Importaciones</i>	31.819	33.056
B. Servicios no factoriales	-2.591	-2.874
<i>Exportaciones</i>	5.660	6.140
<i>Importaciones</i>	8.251	9.014
C. Renta de los Factores	-3.742	-5.391
D. Transferencias	4.166	4.721
Cuenta Financiera (A + B + C + D)	-10.261	-7.644
A. Inversión directa (ii-i)	-7.931	-7.354
i. Extranjera en Colombia (IED)	10.532	10.202
ii. Colombiana en el exterior	2.601	2.848
B. Inversión de Cartera	-2.501	-2.330
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	143	1.668
D. Activos de reserva	29	373
Errores y omisiones (E Y O)	-584	719

13. El menor déficit corriente en lo corrido del año se explica por el crecimiento de los ingresos (USD 5.418 m), en especial por el aumento de las exportaciones de bienes. Lo anterior más que compensó el incremento de los egresos (USD 4.104 m), debido a las mayores salidas por utilidades de las empresas del sector minero-energético con inversión extranjera directa (IED), al crecimiento de las importaciones de bienes y servicios y al mayor pago de intereses de la deuda externa.
14. En particular, la reducción del déficit corriente (USD 1.314 m) estuvo explicada principalmente por el menor déficit comercial de bienes (USD 2.691 m), el cual más que compensó el incremento de los egresos netos por renta factorial (USD

1.649 m) y el aumento en el déficit de servicios (USD 283 m). El incremento de las transferencias corrientes (USD 555 m) también aportó al descenso del déficit externo.

15. Para lo corrido de 2017 a septiembre, las entradas de capital extranjero totalizaron USD 14.966 m, en tanto que las salidas de capital para adquirir activos en el exterior fueron de USD 6.835 m. Del total de entradas, la IED fue la principal fuente de financiación al representar el 68%. La compra de TES por parte de inversionistas extranjeros y la colocación de títulos en los mercados internacionales por parte del gobierno y otras entidades del sector público aportó el 34%; en tanto que se registraron amortizaciones netas por concepto de préstamos y otros flujos (**Cuadro 1**).
16. En comparación con lo observado un año atrás, la cuenta financiera de la balanza de pagos a septiembre de 2017 registró menores flujos netos de capital por USD 2.616 m. Esto debido en gran medida a la menor compra de TES por parte de extranjeros, y a las amortizaciones de préstamos realizadas por entidades del sector público, lo que contrasta con los desembolsos netos recibidos un año atrás.

Exportaciones de bienes

17. En octubre, el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 15,1%, explicado por aumentos en los tres grupos de bienes, especialmente por las ventas externas de los bienes de origen minero (**Cuadro 2**). Se destaca la contribución del carbón y del petróleo, con incrementos importantes en el precio de ambos productos (aunque para el segundo se registró una disminución en cantidades).
18. Las ventas externas del grupo Resto de exportaciones¹ siguen exhibiendo buenos niveles, cercanos al máximo de los últimos dos años (quitando el nivel particular de agosto de 2016, donde se presentó un rebote posterior al paro camionero), presentando una variación anual de 7,0% en octubre.
19. Por su parte, el grupo agrícola creció soportado principalmente por el banano² y el café.

Cuadro 2. Comportamiento de las exportaciones en dólares

¹ Excluye petróleo y sus derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano y flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. Las exportaciones de manufacturas representaron en octubre el 96,6% de este grupo.

² El 82,6% del valor registrado de las exportaciones de banano corresponde a declaraciones hechas en octubre, pero embarcadas en meses anteriores.

Octubre 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	15,1%			
Bienes de origen agrícola	16,0% [1,8]	Banano	63,9%	0,9
		Café	11,4%	0,8
Bienes de origen minero	19,5% [11,1]	Carbón	45,1%	6,3
		Petróleo crudo	20,3%	5,8
Resto de exportaciones*	7,0% [2,2]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	30,7%	1,6
		Minerales no metálicos y metales básicos	19,4%	0,5
Acumulado Enero-Octubre de 2017				
Total exportaciones	19,2%			
Bienes de origen agrícola	13,7% [2,0]	Café	19,3%	1,4
		Flores	7,0%	0,3
Bienes de origen minero	28,5% [15,2]	Carbón	53,9%	7,9
		Petróleo crudo	20,6%	5,6
Resto de exportaciones	6,2% [2,0]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	17,8%	1,1
		Minerales no metálicos y metales básicos	24,8%	0,6

*Se registraron importantes crecimientos anuales de las ventas externas de este grupo de bienes hacia Ecuador, la Unión Europea y los Estados Unidos (16,5%, 43,0% y 5,6% respectivamente), mientras que hacia México y Venezuela hubo contracciones de 9,6% y 15,9%, en su orden.

Fuente: DANE

20. La variación año corrido de las exportaciones totales supera la variación mensual, ubicándose en 19,2%, también explicada por un aumento en las ventas externas de los tres grupos de bienes, en especial en los bienes de origen minero (28,5%).
21. La variación anual año corrido del grupo resto de exportaciones (6,2%) se mantuvo en terreno positivo por quinto mes consecutivo, luego de más de tres años de cifras negativas (desde enero de 2014 hasta mayo de 2017, exceptuando enero del presente año).
22. Para el acumulado del año, el valor de las exportaciones crece como consecuencia de mejoras en los precios, con un importante aumento anual de 14,2%, mientras que el índice de cantidades apenas crece 0,8%. La mejora en los precios se da en los tres grupos de bienes, destacándose en los bienes de origen minero, con una variación de 21,7% anual.
23. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en octubre las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un incremento anual de 8,0%. Siguiendo esta misma fuente, se encuentra una aproximación de la variación del grupo resto de exportaciones igual a 17,0%.

Importaciones de bienes

24. El valor de las importaciones para octubre no ha sido publicado por el DANE. El cuadro 3 muestra los datos a septiembre donde el valor en dólares de las

importaciones CIF registró una caída anual de 5,6%, manifestando el pobre desempeño en las compras externas de los tres grupos de bienes. La caída más importante se registró en los bienes de capital, donde la mayoría de sus rubros se contrajo, siendo el descenso de las importaciones de aeronaves³ el más relevante.

25. De acuerdo al avance de comercio exterior de la DIAN, en octubre las importaciones CIF registraron un crecimiento anual de 9,4%. Para noviembre, el avance muestra una caída anual de 4,1%, en parte explicada por la alta base de comparación del año anterior.

Cuadro 3. Comportamiento de las importaciones en dólares

Septiembre 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	-5,6%			
Bienes de capital	-10,0% [-3,1]	Equipo rodante de transporte	-44,3%	-2,8
		Bienes de capital para la industria	1,1%	0,2
		Máquinas y aparatos de oficina	-12,3%	-0,6
Materias primas	-3,9% [-1,7]	Alimentos para animales (para agricultura)	-36,5%	-0,8
		Productos químicos y farmacéuticos (para industria)	-5,0%	-0,7
Bienes de consumo	-2,9% [-0,7]	Bienes de consumo no duradero	-2,4%	-0,3
		Productos farmacéuticos y de tocador	-9,8%	-0,4
		Bienes de consumo duradero	-3,5%	-0,4
		Objetos de adorno uso personal y otros	-9,4%	-0,2
Acumulado Enero-Septiembre de 2017				
Total importaciones	4,4%			
Bienes de capital	7,4% [2,2]	Equipo rodante de transporte	27,8%	0,9
		Bienes de capital para la industria	3,5%	0,7
		Otro equipo fijo para la industria	12,2%	0,7
Materias primas	3,7% [1,7]	Productos mineros	10,6%	0,9
		Productos químicos y farmacéuticos	3,2%	0,5
Bienes de consumo	1,8% [0,4]	Bienes de consumo no duradero	0,8%	0,1
		Vestuario y otras confecciones textiles	16,3%	0,2
		Bienes de consumo duradero	3,1%	0,3
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	7,8%	0,2

Fuente: DANE

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

26. La información para el cuarto trimestre de 2017 es aún escasa para revisar el pronóstico de la actividad económica. No obstante, las tendencias observadas recientemente para los indicadores disponibles, junto con aquellos presentados en el anterior informe mensual, siguen apuntando a un crecimiento para el

³ Según capítulos de arancel de aduanas, la importación de bienes de navegación aérea o espacial (asociados a aeronaves) cayó anualmente 42,4%, aportando -2,1 puntos porcentuales al descenso del grupo y del total de las importaciones. Este capítulo se incluye en el rubro de equipo rodante de transporte presente en el cuadro 3.

- cuarto trimestre que sería inferior al observado en el tercero (2,0%) pero superior al de la primera mitad del año (1,3%).
27. El menor crecimiento obedecería en parte a una base de comparación relativamente alta en igual período de 2016 (por el fin del paro camionero, la feria del automóvil, entre otros).
 28. Los pocos indicadores coyunturales del cuarto trimestre apoyan lo anterior. Con cifras a noviembre, el número de matrículas de vehículos registradas se contrajo 5,7% frente al mismo mes del año pasado. Si bien al controlar por estacionalidad se observaron incrementos frente a los niveles de mediados de año, el componente tendencial de la serie continúa mostrando una pendiente decreciente. Esto es igualmente cierto cuando se analizan las matrículas para el segmento de vehículos de uso particular (-9,1%) como para los de uso comercial (-2,0%).
 29. Adicionalmente, el balance de ventas de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República de octubre, una vez se corrigen por efectos estacionales, sugiere una dinámica del consumo privado débil durante dicho mes.
 30. Respecto al mercado laboral, este ha continuado deteriorándose lentamente, a pesar de que las series desestacionalizadas con corte a octubre muestran pocos cambios marginales en la tasa de desempleo (TD) a nivel nacional y de las trece áreas metropolitanas más importantes. Ésta última mantiene su tendencia creciente, que completa más de un año. En línea con lo anterior, las cifras desestacionalizadas a octubre muestran que en el total nacional la ocupación presenta descensos en el margen y en las trece áreas prácticamente no crece. A pesar de ello, para este último dominio geográfico las cifras a octubre indican que, tanto en términos anuales como en el margen, el empleo asalariado crece y el no asalariado cae.
 31. En noviembre el crecimiento del crédito a los hogares continuó desacelerándose, jalonado principalmente por el comportamiento del crédito de consumo. Adicionalmente, la transmisión de las reducciones de la tasa de intervención hacia las tasas de colocación para los hogares sigue siendo baja en comparación con la de las tasas para crédito comercial.
 32. Con respecto a la formación bruta de capital, en octubre la serie desestacionalizada del balance de expectativas de inversión de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) sugiere un pobre desempeño de la inversión distinta de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles.
 33. Además, de acuerdo con la información a noviembre 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 el crecimiento de este renglón de la inversión se desaceleraría frente a lo observado en el tercer

- trimestre del año. No obstante, esto sería resultado de una menor dinámica del rubro de equipo de transporte, más que del de maquinaria y equipo.
34. Por el lado de la oferta, los pocos indicadores disponibles muestran comportamientos mixtos y reflejan un crecimiento de la economía colombiana por debajo de su potencial.
 35. En octubre, de acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo los indicadores de pedidos y de existencias de la industria mostraron un leve aumento frente al mes anterior. Los componentes tendenciales sugieren que el debilitamiento sectorial continuaría. Por su parte, el indicador de expectativas de producción mostró un leve retroceso. Todo lo anterior llevó a que el Índice de Confianza Industrial (ICI) retrocediera en octubre.
 36. Respecto a los comerciantes, la misma fuente con datos a octubre reportó un aumento en el balance de la percepción de la situación actual. No obstante, las perspectivas futuras del negocio se mantuvieron inalteradas y en niveles mediocres.
 37. En noviembre la producción de café fue de 1,3 millones de sacos, lo que implicó una contracción anual de 21,4%. En lo corrido del año, la producción muestra un retroceso de 2,1%.

III. Comportamiento de la inflación y precios

38. La inflación anual al consumidor en noviembre fue 4,12%, superando en 7 puntos base (pb) el dato de octubre (Cuadro 4). Este aumento es el cuarto consecutivo observado desde que alcanzó un mínimo reciente en julio de este año (3,40%).
39. La inflación año corrido a noviembre (3,69%) fue menor a la observada para igual período del año pasado (5,31%).
40. La variación mensual en noviembre de 0,18% fue mayor al 0,11% de noviembre de 2016 y superó el pronóstico de la inflación mensual del mercado (0,11%) y del equipo técnico del Banco.
41. En el último mes el aumento de la inflación anual lo explicó principalmente el repunte en el ajuste anual de alimentos perecederos y de transables y, en menor magnitud, en el de no transables. En contraste, los cambios en el IPC de regulados, alimentos procesados y comidas fuera del hogar presionaron la inflación anual a la baja.
42. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, interrumpió, por primera vez, la tendencia descendente que traía desde agosto de 2016, al situarse en 4,54%, siendo 4 pb superior al dato del mes anterior.

43. El comportamiento de los indicadores de inflación básica fue mixto en noviembre: disminuyeron el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (de 4,13% en octubre a 4,09% en noviembre) y el IPC núcleo 20, el de mayor nivel, (de 4,73% a 4,69%); el IPC sin alimentos ni regulados (de 4,44% a 4,57%) fue el que más aumentó seguido por el IPC sin alimentos (de 4,70% a 4,80%).
44. Dentro del IPC sin alimentos, la variación anual de la sub-canasta de transables sin alimentos ni regulados aumentó de 3,38% en octubre a 3,64% en noviembre, por encima de lo previsto. Este incremento es el primero que se registra en este segmento del IPC desde comienzos de año, cuando el aumento del IVA afectó con mayor intensidad el componente transable del IPC. En esta oportunidad, el repunte en la variación anual se concentró en vehículos y pasajes aéreos, el cual obedeció tanto a aumentos, mayores a los previstos, en el nivel de sus precios durante el mes, como a una base de comparación estadística baja. En vehículos, en noviembre del año pasado el salón del automóvil contuvo aumentos, algo que este mes no sucedió (0,49%). Por su parte, la reciente huelga en el transporte aéreo, hizo aumentar los pasajes aéreos en noviembre de este año en 1,09% mensual cuando en igual mes de 2016 se había presentado un descenso significativo.

Cuadro 4. Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A noviembre 2017

Descripción	Ponderación	dic-16	ago-17	sep-17	oct-17	nov-17	Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración del año corrido
Total	100	5,75	3,87	3,97	4,05	4,12	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	5,14	4,81	4,71	4,70	4,80	97,91	15,68
Transables	26,00	5,31	3,75	3,41	3,38	3,64	82,57	24,20
No transables	30,52	4,85	5,23	5,21	5,23	5,27	21,44	-7,33
Regulados	15,26	5,44	5,57	5,68	5,61	5,58	-6,10	-1,19
Alimentos	28,21	7,22	1,69	2,22	2,51	2,52	2,09	84,32
Perecederos	3,88	-6,63	-6,81	-0,32	3,20	5,89	157,21	-35,24
Procesados	16,26	10,74	1,71	0,84	0,52	-0,15	-151,94	105,18
CFH	8,07	8,54	6,30	6,01	5,78	5,75	-3,19	14,38
Indicadores de inflación básica								
Sin Alimentos		5,14	4,81	4,71	4,70	4,80		
Núcleo 20		6,18	5,00	4,87	4,73	4,69		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		6,03	4,56	4,31	4,13	4,09		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,05	4,59	4,44	4,44	4,57		
Promedio indicadores inflación básica		5,60	4,74	4,58	4,50	4,54		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

45. La variación anual de los no transables también aumentó (de 5,23% en octubre a 5,27% en noviembre). Dicha alza la lideró el repunte en el subgrupo de arriendos (que pasó de 4,22% en octubre a 4,30% en noviembre). Este incremento no fue anticipado, pero se espera que no marque la tendencia dada la debilidad de la demanda y la abundante oferta de bienes inmuebles para vender y arrendar.

46. Dentro del IPC de no transables, la variación anual del subgrupo de ítems más indexados se mantuvo sin cambios de importancia (6,95%), mientras que las de la sub-canasta de precios más afectados por el tipo de cambio (6,57%) y la del resto de ítems (que incluye boletas de fútbol) (5,27%) disminuyeron. Cabe advertir que para el IPC de este última sub-canasta se espera una significativa alza en diciembre, que debería revertirse a comienzos de 2018, por cuenta de los equipos capitalinos que clasificaron a la final del fútbol colombiano.
47. La variación anual de regulados cayó en noviembre (5,58%) con respecto a octubre (5,61%). Esta caída se concentró en los segmentos de combustibles (que pasó de 9,83% a 8,28%) y transporte (de 4,35% a 4,32%). Por el contrario, la variación anual de servicios públicos aumentó (de 5,39% a 5,82%), en parte debido al incremento en las tarifas de gas en Bogotá.
48. Los servicios públicos podrían ejercer una presión alcista en los primeros meses del próximo año, dado el anuncio de la alcaldía de Bogotá sobre incrementos en las tarifas de aseo. Asimismo, en el caso de transporte, a partir de diciembre se efectuó un reajuste de 100 pesos en el pasaje de buses, busetas y colectivos (SITP provisional) en Bogotá que también ejercería algunas presiones al alza sobre el IPC, a lo que debe sumarse, a partir del próximo año, la implementación de la nueva plataforma tecnológica de cobro para el servicio de taxi en Bogotá (se estima un aumento cercano al 7,0%).
49. Respecto a la inflación anual de alimentos, en noviembre se mantuvo relativamente estable (2,52%), luego de tres aumentos consecutivos. Aun así, este resultado superó las previsiones del equipo técnico. Al interior del grupo, los alimentos perecederos ejercieron presiones al alza (sobre todo por alzas en el precio de la papa y algunas hortalizas), que fueron compensadas por descensos en los precios de alimentos procesados (gracias a que han continuado las fuertes caídas en los precios del arroz, azúcar y aceites, entre otros) y, en menor medida, por comidas fuera del hogar.
50. Como se mencionó en el anterior informe, el aumento en meses anteriores de la inflación anual de alimentos estuvo asociado con una base de comparación baja en igual período del año pasado, cuando los precios se contrajeron una vez se superó el choque alcista de El Niño y el paro camionero. En este sentido, el repunte observado no está asociado con una menor oferta agropecuaria, la cual se mantiene holgada, a juzgar por el alto crecimiento del PIB agropecuario (en el tercer trimestre superó el 7,0%) y por el alto nivel de abastecimiento de alimentos en los últimos meses, incluyendo noviembre.
51. Los recientes informes de las agencias meteorológicas internacionales señalan la presencia de un evento La Niña en los próximos meses (que sería de intensidad débil y de corta duración). Los hechos estilizados en el pasado muestran que precipitaciones por encima del promedio nacional favorece mayores rendimientos en las actividades agropecuarias en general.

52. Los aumentos de los costos no laborales, aproximados por el IPP, se moderaron en noviembre, luego de cuatro meses consecutivos ascendiendo. La inflación anual del IPP total oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), pasó de 1,38% en octubre a 1,31% en noviembre. Esta caída en la inflación anual al productor se explica por el componente importado, el cual retrocedió de 0,85% a -0,62%. Por el contrario, el cambio anual en el IPP local aumentó de 1,61% a 2,16%.
53. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de diciembre), las expectativas de inflación al cierre de este año aumentaron de la encuesta de noviembre (3,95%) a la de diciembre (4,01%). Por el contrario, se contrajeron las expectativas a doce meses (de 3,54% a 3,46%) y a veinticuatro meses (de 3,37% a 3,27%).
54. 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 diciembre (hasta el 12) se ubica en 3,45%, 3,45%, 3,47% y 3,61% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. Frente al promedio de noviembre, el BEI varió 22 pb, 15 pb, 7 pb y 2 pb para estos mismos horizontes, respectivamente.
55. Utilizando la curva Forward Break-Even Inflation (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2017 es de 3,98%, inferior al 4,05% estimado en noviembre (esta 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 3,47%, 3,49% y 3,53%, respectivamente.