



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

JULIO DE 2017

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. La información disponible sugiere que la economía global habría continuado su recuperación, impulsada principalmente por las economías avanzadas. A pesar de ello, la inflación continúa siendo persistentemente baja en las economías, en particular en los últimos meses y en las economías avanzadas.
2. La reciente baja inflación y su persistencia podría llevar a que en Estados Unidos y en la zona del euro la normalización de la política monetaria sea más lenta que lo esperado anteriormente.
3. Tal como se proyectaba, en los Estados Unidos el crecimiento se aceleró en el segundo trimestre, gracias al consumo y la inversión no residencial. A julio el mercado laboral continúa registrando buenos crecimientos en el empleo y un descenso sostenido de la tasa de desempleo.
4. De manera similar, la zona del euro también ha reportado buenos resultados en materia de actividad económica. La confianza de los consumidores y los empresarios a agosto continúa en niveles altos, fundamentada en la percepción de una mayor estabilidad política.
5. En América Latina, las cifras disponibles de actividad económica al segundo trimestre muestran alguna recuperación en México, Chile y Colombia.
6. En términos generales, la inflación también habría mostrado una tendencia descendente en las economías emergentes a julio. En América Latina la excepción sigue siendo México, en donde sigue presentándose una aceleración importante.
7. En las últimas semanas las monedas latinoamericanas continúan mostrando estabilidad o alguna leve tendencia a la apreciación.
8. Los términos de intercambio de Colombia a junio se mantienen por encima de los bajos niveles del 2016. Sin embargo, se observa una leve tendencia a la baja en lo corrido de 2017.
9. En cuanto al precio del petróleo, en las últimas semanas las noticias sobre menores inventarios en los Estados Unidos y sobre compromisos de menor producción por parte de algunos miembros de la OPEP parecen haber contribuido a estabilizar los precios alrededor del pronóstico del equipo técnico (USD 51/barril referencia Brent).
10. En julio se observaron nuevamente importantes entradas de capitales a economías emergentes. Sin embargo, en América Latina estos flujos fueron menores, y estuvieron concentrados en renta variable, puesto que en renta fija se observaron salidas. Los CDS en América Latina continúan estables.

Exportaciones de bienes

11. En junio, el valor en dólares de las exportaciones registró un crecimiento anual de 0,8%, explicado por el aumento de 12,7% del grupo resto de exportaciones¹. Por su parte, las ventas externas de bienes de origen agrícola y minero presentaron reducciones anuales, -1,3% y -4,5%, respectivamente (Cuadro 1). No se presentaban descensos en estos dos grupos desde noviembre del 2016 (exceptuando abril del presente año para los bienes de origen agrícola).

Cuadro 1. Comportamiento de las exportaciones en dólares

Junio 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	0,8%			
Bienes de origen agrícola	-1,3% [-0,2]	Café	-23,5%	-1,5
		Banano	-30,6%	-1,3
Bienes de origen minero	-4,5% [-2,6]	Petróleo crudo	-9,6%	-3,0
		Carbón	-9,6%	-1,4
Resto de exportaciones*	12,7% [3,6]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	25,3%	1,2
		Vehículos automotores y otros transporte	54,0%	0,8
Acumulado Enero-Junio de 2017				
Total exportaciones	20,4%			
Bienes de origen agrícola	8,3% [1,4]	Café	12,9%	1,0
		Flores	7,9%	0,4
Bienes de origen minero	36,4% [18,6]	Carbón	55,6%	7,6
		Petróleo crudo	24,8%	6,7
Resto de exportaciones	1,5% [0,5]	Minerales no metálicos y metales básicos	20,2%	0,5
		Alimentos, bebidas y tabaco sin café	5,8%	0,4

*En este rubro los destinos que más aportaron al crecimiento fueron Ecuador, resto de ALADI² y la Unión Europea, con incrementos anuales en junio de 80,2%, 25,7% y 37,0%, respectivamente.

Fuente: DANE

12. Por su parte, en lo corrido del año las exportaciones totales han crecido anualmente 20,4%, respondiendo al aumento en las ventas externas de los tres grupos de bienes, en especial al incremento de las de bienes de origen minero (36,4%). La variación anual del grupo resto de exportaciones pasó a terreno positivo (1,5%) luego de cuatro meses con cifras negativas (desde febrero hasta mayo del presente año).
13. Para el acumulado del año, el valor de las exportaciones crece como consecuencia de la mejora en los precios, reflejada en su índice, con un importante aumento anual de 23,4%, mientras que el índice de cantidades disminuye 2,1%. Esta mejora en los precios se da en los tres grupos de bienes, destacándose la de los de origen minero (variación de 36,4% anual).

¹ Excluye petróleo y sus derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano y flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. Las exportaciones de manufacturas representaron en junio, el 94,6% de este grupo.

² Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), sin Venezuela, Ecuador, Perú ni México.

14. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en julio las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un crecimiento anual de 61,8% debido en mayor medida al comportamiento de las ventas externas de carbón y café (según esta fuente, en junio este grupo de exportaciones había variado 6,1%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue 7,9%).

Importaciones de bienes

15. En junio el valor en dólares de las importaciones CIF mostró un crecimiento anual de 2,5%, al cual aportó el incremento de las compras externas de los tres grupos de bienes, en especial el de materias primas y bienes de capital (Cuadro 2).
16. En cuanto a los bienes de consumo, en junio registraron una variación anual de 2,1%, explicada por las mayores importaciones de bienes no duraderos, que crecieron 7,5%. Los bienes duraderos cayeron 4,2% anual.
17. El equipo rodante de transporte (bien de capital) y los combustibles (materia prima) cayeron en el mes 31,1% y 21,0% anual, respectivamente, contribuyendo con -2,9 pp a la variación anual del total de importaciones.

Cuadro 2. Comportamiento de las importaciones en dólares

Junio 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	2,5%			
Bienes de capital	2,7% [0,8]	Equipo fijo para la industria (otro equipo)	16,6%	0,9
		Partes y accesorios de equipo de transporte	11,2%	0,5
Materias primas	2,6% [1,2]	Productos mineros	16,8%	1,4
		Productos químicos y farmacéuticos	9,1%	1,4
Bienes de consumo	2,1% [0,5]	Bienes de consumo no duradero	7,5%	1,0
		Productos alimenticios	14,9%	0,7
		Bienes de consumo duradero	-4,2%	-0,5
		Vehículos de transporte particular	-13,6%	-0,8
Acumulado Enero-Junio de 2017				
Total importaciones	6,0%			
Bienes de capital	9,1% [2,7]	Equipo rodante de transporte	44,2%	1,3
		Equipo fijo para la industria (otro equipo)	10,4%	0,6
Materias primas	6,1% [2,8]	Productos mineros	10,6%	0,9
		Productos químicos y farmacéuticos	6,1%	0,9
Bienes de consumo	2,0% [0,5]	Bienes de consumo no duradero	-0,4%	-0,1
		Productos alimenticios	-3,0%	-0,1
		Tabaco	-29,6%	0,0
		Bienes de consumo duradero	5,0%	0,5
		Vehículos de transporte particular	3,9%	0,2
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	7,7%	0,2

Fuente: DANE

18. En lo corrido del año las importaciones totales han crecido 6,0% anual, apoyadas en aumentos en los tres grupos de bienes. En este periodo el índice de cantidades y el de precios mostraron un incremento de 4,7% y 1,2%, respectivamente. Lo anterior indicaría 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. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en julio las importaciones CIF registraron un incremento anual de 12,2% (según esta fuente, en junio habían crecido 3,1%, sin embargo lo reportado posteriormente por el DANE fue un aumento de 2,5%).

Balanza Comercial de bienes

20. La balanza comercial en la primera mitad de 2017 arroja un déficit de 4.346 millones de dólares FOB. Esto significa una reducción del déficit de 28,4% con respecto al mismo periodo del año anterior, debido a un crecimiento mayor de las exportaciones (20,4%) que de las importaciones (6,0%).

II. Crecimiento, demanda interna y crédito

21. El crecimiento del PIB del segundo trimestre del año fue 1,27% anual, un poco por encima de lo pronosticado por el equipo técnico del Banco de la República en el anterior Informe sobre Inflación. Este resultado implicó un incremento entre trimestres de 0,7%, que corresponde a un anualizado de 3,0%.
22. Al desagregar por componentes, la demanda interna creció 1,9% frente al mismo periodo de 2016, algo por encima del registro del primer trimestre (1,5%). Esto se explica sobre todo por la aceleración del consumo, y específicamente por la dinámica del componente público, que creció 4,2% anual; el crecimiento del consumo privado fue 1,4% anual. La formación bruta de capital también mostró un mejor desempeño que en trimestres anteriores, y creció a un ritmo similar a lo esperado. Las exportaciones netas contribuyeron negativamente al crecimiento del PIB, en gran medida por las ventas externas de petróleo y café (Cuadro 3).

Cuadro 3

	2016				2016	2017	
	I. Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año completo	I. Trim.	II Trim. (Observado)
Consumo Total	3.0%	2.3%	0.9%	1.8%	2.0%	1.7%	2.1%
Consumo de Hogares	2.8%	2.1%	1.0%	2.2%	2.0%	1.3%	1.4%
Bienes no durables	3.4%	2.2%	1.2%	1.4%	2.1%	1.4%	2.6%
Bienes semidurables	1.2%	1.1%	-1.5%	-0.8%	0.0%	-4.1%	-3.6%
Bienes durables	-4.6%	-5.6%	-3.7%	11.2%	-0.8%	6.0%	-3.4%
Servicios	3.4%	3.1%	1.9%	2.4%	2.7%	1.7%	2.1%
Consumo Final del Gobierno	3.8%	3.0%	0.2%	0.4%	1.8%	2.6%	4.2%
Formación Bruta de Capital	-4.1%	-4.7%	-6.2%	-3.1%	-4.5%	0.0%	1.4%
Formación Bruta de Capital Fijo	-4.0%	-4.0%	-3.6%	-2.9%	-3.6%	-0.8%	1.1%
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	6.1%	7.4%	4.2%	-0.7%	4.2%	3.9%	3.5%
Maquinaria y equipo	-15.2%	-12.3%	-18.8%	-13.8%	-15.1%	-3.7%	2.8%
Equipo de transporte	-20.6%	-7.2%	-14.6%	-4.8%	-11.9%	8.1%	-1.2%
Construcción y edificaciones	10.7%	1.2%	10.6%	0.7%	5.6%	-7.5%	-7.9%
Obras civiles	-1.0%	0.8%	3.8%	6.1%	2.4%	3.8%	6.9%
Servicios	2.9%	-1.3%	4.4%	1.3%	1.8%	3.7%	0.5%
Demanda interna	1.3%	0.5%	-1.1%	0.5%	0.3%	1.5%	1.9%
Exportaciones Totales	0.9%	1.8%	-3.5%	-2.8%	-0.9%	-4.7%	-1.7%
Importaciones Totales	-5.9%	-3.6%	-10.8%	-4.2%	-6.2%	-0.4%	3.7%
Producto Interno Bruto	2.5%	2.5%	1.2%	1.6%	2.0%	1.2%	1.3%

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

23. Por ramas de actividad, los sectores que más crecieron en dicho trimestre fueron la agricultura y los servicios financieros. En contraste, la minería y la industria presentaron importantes contracciones (Cuadro 4). Al clasificar los sectores entre no transables y transables, se observó que las variaciones anuales fueron 2,4% y -0,5%, respectivamente. El PIB transable sin minería se expandió 0,7% anual.

Cuadro 4

Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

Rama de actividad	2016				2016	2017	
	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Año completo	I Trim	II Trim
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	-0.2%	0.8%	-0.5%	1.9%	0.5%	7.8%	4.4%
Explotación de minas y canteras	-4.6%	-6.9%	-6.4%	-8.3%	-6.5%	-9.3%	-6.0%
Industria manufacturera	4.2%	5.5%	1.3%	1.0%	3.0%	0.3%	-3.3%
Electricidad, gas y agua	2.8%	-0.6%	-1.4%	-0.6%	0.1%	-0.5%	1.2%
Construcción	5.2%	1.1%	6.7%	3.4%	4.1%	-1.4%	0.3%
Edificaciones	11.1%	2.2%	10.9%	0.7%	6.0%	-7.1%	-7.4%
Obras Civiles	-0.5%	0.9%	4.0%	5.1%	2.4%	3.5%	6.5%
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2.8%	1.9%	0.7%	1.7%	1.8%	-0.5%	0.9%
Transporte, almacenamiento y comunicación	0.9%	0.2%	-1.4%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	0.7%
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4.3%	5.3%	4.7%	5.4%	5.0%	4.3%	3.9%
Servicios sociales, comunales y personales	3.5%	3.6%	1.0%	0.9%	2.2%	2.9%	3.0%
Subtotal Valor agregado	2.6%	2.3%	1.3%	1.5%	1.9%	1.1%	1.1%
Impuestos menos subsidios	1.3%	4.0%	0.4%	2.9%	2.2%	2.7%	3.3%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	2.5%	2.5%	1.2%	1.6%	2.0%	1.2%	1.3%

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

24. La información disponible para el tercer trimestre es aún escasa, y no permite definir con certeza un pronóstico puntual para el crecimiento del PIB. No obstante, algunos indicadores sugieren que el desempeño de la actividad económica durante dicho periodo sería mayor que el registrado un año atrás. En parte, esto obedece a una baja base de comparación en igual periodo de 2016 para varios indicadores sectoriales, producto del paro camionero de julio de 2016. Por ramas de actividad se observaron retrocesos asociados a dicho paro en las actividades relacionadas con transporte (-1,4%), agricultura (-0,5%), electricidad, gas y agua (-1,4%) e industria sin refinación de petróleo (-2,2%).
25. Con información a julio, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo continuó mostrando leves aumentos frente a los registros de meses anteriores. Esta recuperación se dio tanto en el componente de condiciones económicas, como de perspectivas de los hogares. A pesar de esto, su nivel continúa en terreno negativo, por debajo del promedio calculado desde noviembre de 2001.
26. También con cifras a julio, los registros de matrículas de vehículos publicados por ANDI y Fenalco crecieron 6,2% anual, frente a un muy bajo nivel en el mismo mes de 2016 debido al paro camionero. Los aumentos se dieron tanto para los de uso particular (5,5%) como de uso comercial (7,0%). Los niveles observados son menores que los de meses anteriores, y el componente tendencial de la serie continúa mostrando un deterioro.
27. Respecto al mercado laboral, las series desestacionalizadas con corte a junio muestran una leve reducción en la tasa de desempleo a nivel nacional, pero una tendencia creciente desde hace más de un año para la de las trece áreas. 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 junio, las series desestacionalizadas muestran un aumento anual del empleo asalariado y del empleo formal, y una disminución del no asalariado y del informal.
28. Por su parte, las importaciones de bienes de capital a julio (fuente DIAN), al ser llevadas a pesos constantes sugieren que durante dicho mes el gasto en inversión de bienes de capital distintos de edificaciones y de obras civiles habría crecido, aunque a un menor ritmo que el registrado para el agregado del segundo trimestre.
29. Por el lado de la oferta, la información disponible muestra comportamientos dispares. Para la industria y el comercio las cifras señalan que el debilitamiento continuaría, mientras que para las actividades de minería, agricultura y demanda de energía se han observado noticias favorables.
30. En julio, la demanda de energía total creció 3,3% anualmente. La tendencia de la serie continuó creciendo. Tanto la demanda de energía regulada (3,5%) como no regulada (3,0%) presentaron expansiones en julio.

31. La producción de petróleo se ubicó en 856 miles de barriles diarios en julio, lo que implicó una expansión anual de 1,6%.
32. De acuerdo con la Federación de Cafeteros, la producción de café se situó en 1.373.000 sacos de 60kg, lo que implicó una expansión anual de 24,6%. Este indicador había caído fuertemente en julio de 2016. En lo corrido del año, el sector crece 1,3%.
33. En contraste con lo anterior, en julio, los indicadores de pedidos y existencias de la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo continuaron señalando un debilitamiento del sector industrial. Por su parte, las expectativas de producción industrial para los próximos tres meses también disminuyeron levemente. El componente tendencial muestra una pendiente negativa desde hace un año. Con todo ello, la confianza industrial desmejoró levemente y mantiene su tendencia negativa en lo corrido del año.
34. Algo similar ocurre en la encuesta EOE en julio dónde los comerciantes se mostraron menos optimistas frente a la situación actual y a la percepción sobre las perspectivas frente a lo reportado en junio. El componente tendencial muestra pendiente negativa en ambos casos.
35. Así las cosas, dadas la información actualizada del PIB del segundo trimestre y las dinámicas registradas por los diferentes indicadores coyunturales del tercer trimestre, el equipo técnico del Banco de la República mantiene el pronóstico de crecimiento para todo 2017 en 1,6%, contenido en un rango de entre 1,0% y 2,0%. Esta proyección es consistente con una aceleración del crecimiento en el segundo semestre a una tasa alrededor del 2,0% en promedio.

III. Comportamiento de la inflación y precios

36. La inflación anual al consumidor descendió nuevamente en julio, situándose en 3,40%, frente al 3,99% del mes anterior. Se completa así un año de caídas ininterrumpidas en este indicador (**Cuadro 5**).
37. Para el año corrido, la inflación acumulada ha sido de 3,30%, por debajo del registro en igual período del año pasado (5,65%).
38. La inflación mensual en julio fue -0,05%, cifra que estuvo por debajo de lo esperado por el mercado (0,12%) y por el equipo técnico.
39. Aunque todos los grupos contribuyeron a la caída de la inflación anual en julio, dicha contracción se concentró en los IPC de alimentos y regulados.
40. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, de nuevo cayó (desde 5,09% en junio a 4,90% en julio). Durante los primeros meses del año este promedio se mantuvo sin cambios de importancia, en torno al 5,5%, pero a partir de mayo ha presentado descensos significativos.

41. De manera idéntica a lo sucedido el mes pasado, todos los indicadores de inflación básica disminuyeron en julio. El IPC sin alimentos (de 5,12% en junio a 4,79% en julio) y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (de 5,07% a 4,88%) fueron los que más cayeron. Disminuciones de menor magnitud se observaron en el IPC sin alimentos ni regulados (de 4,87% a 4,72%) y en el IPC núcleo 20 (de 5,31% a 5,22%) (**Cuadro 5**).

Cuadro 5

Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A julio 2017

Descripción	Ponderación						Participación en porcentaje en la desaceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración del año corrido
		dic-16	abr-17	may-17	jun-17	jul-17		
Total	100	5.75	4.66	4.37	3.99	3.40	100.00	100.00
Sin alimentos	71.79	5.14	5.60	5.35	5.12	4.79	40.11	12.58
Transables	26.00	5.31	5.35	4.88	4.41	4.09	12.73	12.66
No transables	30.52	4.85	5.22	5.25	5.21	5.20	1.68	-3.38
Regulados	15.26	5.44	6.75	6.24	6.01	5.03	25.70	3.30
Alimentos	28.21	7.22	2.49	2.09	1.37	0.20	59.89	87.42
Perecederos	3.88	-6.63	-14.47	-14.13	-14.72	-16.92	23.47	25.74
Procesados	16.26	10.74	5.12	4.39	3.29	2.24	28.44	56.39
CFH	8.07	8.54	8.08	7.79	7.62	7.10	7.97	5.30
Indicadores de inflación básica								
Sin Alimentos		5.14	5.60	5.35	5.12	4.79		
Núcleo 20		6.18	5.84	5.59	5.31	5.22		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		6.03	5.37	5.29	5.07	4.88		
Inflación sin alimentos ni regulados		5.05	5.28	5.09	4.87	4.72		
Promedio indicadores inflación básica		5.60	5.52	5.33	5.09	4.90		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

42. Dentro del IPC sin alimentos, las variaciones anuales de las sub canastas de transables y regulados volvieron a disminuir en julio. La del IPC no transable permaneció estable.
43. La mayor caída se concentró en el IPC transables (de 4,41% en junio a 4,09% en julio). De esta manera, ha continuado diluyéndose lentamente el choque originado en la depreciación de tipo de cambio observada en años anteriores, a lo que se suma la debilidad de la demanda interna en lo corrido de 2017, la cual se ha manifestado sobre todo en una caída en el consumo de bienes durables y semi durables de origen importado.
44. La tendencia descendente que traía la variación anual del IPC de transables el año pasado había sido interrumpida a comienzos de 2017 debido al impacto transitorio que generó el aumento del IVA y otros impuestos indirectos en estos precios. Se espera que el efecto de dicho choque desaparezca en el primer trimestre del próximo año.
45. En julio, así como en meses recientes, se destaca la estabilidad del IPC de no transables, cuya variación anual se ha mantenido alrededor de 5,2%. Dentro de esta sub-canasta conviene señalar la caída en el cambio anual de arriendos en julio (a 4,2% desde 4,3% en meses anteriores). En el caso de Indexados, grupo que reúne los precios de servicios de educación y salud entre otros, el ajuste se

- mantuvo en 6,9%, como se observa desde febrero pasado. Estos precios no han respondido aún al pobre desempeño de la demanda interna.
46. La variación anual de regulados disminuyó de 6,01% en junio a 5,03% en julio. Todos los componentes cayeron a excepción de combustibles. El ajuste anual de servicios públicos fue el de mayor caída (de 5,01% en junio a 3,09% en julio). Igualmente, transporte retrocedió de 6,06% a 5,83%. Combustible fue el único componente del IPC no transable que aumentó (de 9,08% a 9,15%), a pesar de la caída en el precio de la gasolina de 46 pesos decretada en julio.
 47. Cabe señalar que a partir de enero de 2018 se podrían presentar presiones alcistas sobre el IPC de servicios públicos en caso de que se concreten los aumentos significativos en las tarifas de aseo recientemente anunciados por la alcaldía de Bogotá. Algo similar, aunque más pronto, se presentaría en el caso de las tarifas de taxis en Bogotá, por el cambio en la plataforma tecnológica y actualización de precios que debería suceder a partir de octubre. Se estima que dichos cambios implicarían un ajuste de las tarifas del orden del 7,0%.
 48. La variación anual de alimentos completó un año cayendo sin interrupción y en julio se situó en 0,2% frente a 1,37% de junio. Al igual que sucedió el mes precedente, en julio volvieron a caer todos los componentes del IPC de alimentos. Los procesados pasaron de 3,3% a 2,2% (por menores ajustes en los precios de carne de res y pollo), los alimentos perecederos de -14,7% a -16,9% (gracia a caídas en precios del plátano y algunas hortalizas) y las comidas fuera del hogar de 7,6% a 7,1%.
 49. Es importante anotar, que por base de comparación estadística y por el ciclo agrícola normal (que capturan los modelos de la subgerencia), la tendencia a la baja en la inflación anual de alimentos habría llegado a su fin en julio. De esta manera se esperan algunos incrementos en este indicador en los próximos meses que tendrían impacto sobre la inflación anual al consumidor como se muestra más adelante.
 50. En cuanto a los costos no laborales, en julio se interrumpió la senda descendente del IPP. En efecto, el ajuste anual del IPP total oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) subió de -0,83% en junio a -0,30% en julio. Este comportamiento se explica por el aumento de la variación anual de anual de importados (de -0,66% en junio a 1,21% en julio). En contraste, la variación anual del segmento local del IPP (-0,95%) no presentó cambios de importancia.
 51. Los costos laborales presentaron comportamientos mixtos, de acuerdo con la última información disponible. Los salarios de la industria manufacturera se ajustaron a una tasa anual creciente entre mayo (6,5%) y junio (7,3%), mientras los del comercio cayeron de 5,4% a 4,7%. Por su parte, los ajustes anuales de salarios en la construcción de vivienda (5,8%) y en la construcción pesada (4,4%) se mantuvieron estables. A pesar de la holgura en el mercado laboral,

los salarios continuaron ajustándose a tasas muy superiores a la meta de inflación.

52. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de agosto), las expectativas de inflación a diciembre de este año continuaron bajando, mientras que las de un horizonte mayor aumentaron. La inflación esperada para diciembre de 2017 cayó de 4,28% en julio a 4,16% en agosto. Las expectativas a doce meses aumentaron levemente de 3,60% a 3,62% y las de veinticuatro meses lo hicieron de 3,38% a 3,42%.
53. 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 agosto (hasta el 29) se ubica en 3,00%, 3,18% y 3,38% para 2, 3 y 5 años, respectivamente. Frente al promedio de junio, el BEI promedio aumentó 8 p.b, 11 p.b, y 12 p.b para estos mismo horizontes respectivamente.
54. Por último, utilizando la curva Forward Break-even Inflation (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2017 es de 4,61% (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 3,43%, 3,60% y 3,69%, respectivamente.