



# 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 Política Monetaria e Información Económica**

MAYO DE 2018

## **I. Contexto externo**

1. El contexto externo para Colombia tuvo dos cambios importantes con respecto a lo presentado en abril.
2. El primero de ellos es la persistencia del nivel del precio del petróleo por encima de 73 dólares por barril (referencia Brent). En promedio para lo corrido de 2018 hasta el 22 de junio, la cotización se ha ubicado en 70,87 dólares por barril. Como resultado, los términos de intercambio de Colombia continúan mostrando una recuperación.
3. El segundo ha sido el incremento de la percepción del riesgo de las economías emergentes. Sin embargo, a la fecha, no se han visto comprometidos los flujos de capital a la mayoría de estos países.
4. Por otra parte, la información disponible muestra que en lo corrido del 2018 la recuperación del crecimiento económico de los socios comerciales continúa.
5. La economía de los Estados Unidos se mantiene en una senda de crecimiento sólida. Un fortalecimiento del mercado laboral, combinado con un mayor ingreso de los hogares ha favorecido el crecimiento del consumo.
6. Después de la reunión de la Reserva Federal (Fed) del 13 de junio, se anunció un incremento de la tasa de política de 25 puntos básicos, la cual ahora se ubica en el rango entre 1,75 y 2%. El comunicado justificó esta decisión con una expectativa optimista para el empleo y la inflación. Hacía adelante, indicaron la intención de incrementar la tasa en otras dos ocasiones en lo restante de 2018.

### **a. Escenarios de crecimiento externo**

#### **Escenario central o más probable (Cuadro 1)**

7. En este informe, el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales del país para 2018 (2,5%) mostró pocos cambios frente a lo presentado en marzo. Esta cifra es algo mayor a la estimada para 2017 y significativamente superior a la de 2016. El consumo y la inversión continuarían siendo el motor de crecimiento en las economías avanzadas. Las economías emergentes tendrían hacia adelante una recuperación, soportada por la mayor demanda de las avanzadas y por mejores términos de intercambio. Para 2019 se anticipa una dinámica de los socios comerciales muy similar a la esperada para 2018.
8. Con respecto a lo presentado en el informe trimestral anterior, se revisaron al alza los pronósticos para Chile y China. En el caso de Brasil, Perú y Venezuela, la revisión fue a la baja. Los demás permanecieron inalterados.
9. En el escenario central, se contemplan dos incrementos adicionales de la tasa de interés de política de la Fed durante 2018. Así, esta pasaría del rango actual (1,75%-2%) al de 2,25% a 2,5% hacia finales de 2018. A lo anterior se sumaría el programa de reducción en la hoja de balance, que se continuaría cumpliendo de acuerdo con lo anunciado.
10. Este escenario no contempla efectos de los aranceles que los Estados Unidos ha impuesto en las últimas semanas a sus socios comerciales, ni efectos de las posibles retaliaciones.

11. Dados los mayores precios del petróleo frente a lo previsto, es razonable pensar que el nivel pronosticado en el Informe anterior para el promedio de 2018 (65 dólares por barril) no refleja los datos observados a la fecha.
12. Así, en este informe se espera un precio promedio de USD 69 dólares por barril (referencia Brent) en promedio para 2018 y uno de 65 dólares para 2019. Esto implica una disminución del precio en lo que resta de 2018, desde los altos niveles alcanzados en las últimas semanas, cercanos a los USD 75 dólares por barril. Los factores que contribuirían a este descenso son:
  - i. Los altos precios observados en los últimos meses provocarían un incremento de la producción, en particular en los Estados Unidos, que se concentraría en el segundo semestre.
  - ii. La posibilidad que la OPEP+ aumente la oferta de crudo.
13. No obstante, la demanda por petróleo de la de las economías avanzadas y de China sería mayor que la esperada hace un trimestre, lo que contribuye a que el pronóstico del promedio del año sea mayor.
14. Algunos de los riesgos que podrían afectar negativamente el crecimiento de los socios comerciales y, en general, al contexto externo son:
  - i. Una mayor vulnerabilidad de las economías emergentes a las condiciones financieras globales, que desencadene en episodios de estrés financiero.
  - ii. Un incremento de la tasa de la Fed más rápido y/o mayor que el esperado, que encarezca el financiamiento externo más allá de lo contemplado en el escenario central.
  - iii. Los niveles de apalancamiento continúan representando un riesgo para la estabilidad financiera global. No se puede descartar que este fenómeno conduzca a un crecimiento menor que el esperado.
  - iv. Es posible que los aranceles impuestos por el gobierno de los Estados Unidos tengan un efecto negativo importante sobre su crecimiento económico y el de sus socios comerciales.
  - v. De nuevo, varios eventos podrían afectar de manera negativa el crecimiento de los socios comerciales del país. Algunos podrían ser: una fallida renegociación del tratado de libre comercio de América del Norte (*Nafta*) y noticias adversas relacionadas con la negociación del *brexit*.
15. El principal riesgo al alza sería:
  - i. Un precio de las materias primas (incluido el petróleo) mayor que el esperado en el escenario central. En este caso, el crecimiento de los socios comerciales del país podría ser mayor que el esperado, lo cual representaría un impulso positivo sobre el crecimiento de Colombia.

**Cuadro 1: Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales**

| País o región | 2018  |         |      | 2019 |         |      |
|---------------|-------|---------|------|------|---------|------|
|               | Bajo  | Central | Alto | Bajo | Central | Alto |
| EEUU          | 1,8   | 2,8     | 3,4  | 1,2  | 2,4     | 3,4  |
|               | 2,0   | 2,8     | 3,6  | 1,4  | 2,4     | 3,4  |
| Zona Euro     | 1,7   | 2,4     | 2,8  | 0,8  | 2,0     | 2,6  |
|               | 1,9   | 2,4     | 2,9  | 1,0  | 2,0     | 2,6  |
| China         | 6,0   | 6,6     | 6,8  | 5,6  | 6,4     | 7,0  |
|               | 5,8   | 6,5     | 7,0  | 5,5  | 6,3     | 7,0  |
| Brasil        | 1,0   | 2,4     | 3,0  | 1,0  | 2,7     | 3,5  |
|               | 1,6   | 2,6     | 3,6  | 1,0  | 2,7     | 4,0  |
| Ecuador       | 0,5   | 1,8     | 3,0  | 0,0  | 1,5     | 3,0  |
|               | 0,5   | 1,8     | 3,0  | 0,0  | 1,5     | 3,0  |
| Venezuela     | -10,0 | -9,0    | -6,0 | -7,0 | -4,0    | -1,0 |
|               | -10,0 | -7,0    | -4,0 | -6,0 | -3,0    | 0,0  |
| Perú          | 2,3   | 3,5     | 4,0  | 2,0  | 3,8     | 4,3  |
|               | 2,6   | 3,8     | 4,6  | 2,5  | 3,8     | 4,7  |
| México        | 1,0   | 2,2     | 3,0  | 1,0  | 2,3     | 3,5  |
|               | 1,3   | 2,2     | 3,0  | 1,0  | 2,3     | 3,5  |
| Chile         | 2,6   | 3,3     | 3,6  | 2,0  | 3,3     | 4,0  |
|               | 1,7   | 3,0     | 3,7  | 1,0  | 3,0     | 4,0  |

En negro el pronóstico actual  
En rojo el pronóstico del informe trimestral anterior

## II. Comercio exterior y Balanza de pagos

### Exportaciones de bienes

16. En abril de 2018, el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 38,5%, explicado por aumentos en los tres grupos de bienes, especialmente por las ventas externas de los bienes de origen minero y de los bienes del grupo Resto de exportaciones<sup>1</sup> (Cuadro 2). Se destaca la contribución del carbón, con incrementos importantes en su precio y sus cantidades.
17. Las ventas externas del grupo resto de exportaciones siguen exhibiendo buenos niveles, este mes presentaron una variación anual de 29,6% explicando 8,3 pp de la variación total de las exportaciones.
18. Por su parte, el grupo agrícola creció soportado principalmente por las ventas externas de banano y las flores, que más que compensaron la caída de las exportaciones de café.
19. En cuanto a la variación de enero a abril, las exportaciones totales crecieron anualmente 16,6%, explicado, en especial, por el aumento en las ventas externas de los bienes de origen minero (19,8%). El petróleo y el carbón crudo fueron los bienes de mayor aporte en el periodo.
20. El grupo resto de exportaciones también ha mostrado un comportamiento positivo en lo corrido del año, creciendo 19,7% en términos anuales. Los productos químicos, así como los alimentos, bebidas y tabaco sin café fueron los que más aportaron al crecimiento del sector.

<sup>1</sup> Excluye petróleo y sus derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano y flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. Las exportaciones de manufacturas representaron en abril el 94,8% de este grupo.

21. En lo corrido del año, el valor de las exportaciones creció principalmente explicado por mejoras en los precios. La mejora en los precios en términos anuales, se dio principalmente en el grupo de bienes de origen minero.

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

| Abril de 2018                    |                                   |   |                              |  |
|----------------------------------|-----------------------------------|---|------------------------------|--|
|                                  | Variación anual<br>[contribución] | Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la var. anual |                              |  |
|                                  |                                   | Rubro   | Variación anual<br>del rubro | Contribución a<br>var. anual del total |
| <b>Total exportaciones</b>       | 38.5%                             |   |                              |  |
| <b>Bienes de origen agrícola</b> | 25,7%<br>[3,3]                    | Banano  | 125.9%                       | 2.4                                    |
|                                  |                                   | Flores  | 43.0%                        | 1.3                                    |
| <b>Bienes de origen minero</b>   | 45,4%<br>[26,9]                   | Carbón, lignítico y turba   | 109.1%                       | 15.7                                   |
|                                  |                                   | Petróleo crudo  | 17.2%                        | 5.9                                    |
| <b>Resto de exportaciones*</b>   | 29,6%<br>[8,3]                    | Productos químicos  | 40.7%                        | 2.9                                    |
|                                  |                                   | Vehículos automotores y otros tipos de transp                       | 150.7%                       | 1.4                                    |
| Acumulado Enero-Abril de 2018    |                                   |   |                              |  |
| <b>Total exportaciones</b>       | 16.6%                             |   |                              |  |
| <b>Bienes de origen agrícola</b> | -2,0%<br>[-0,3]                   | Café (sin tostar)   | -11.8%                       | -1.0                                   |
|                                  |                                   | Banano  | 8.0%                         | 0.2                                    |
| <b>Bienes de origen minero</b>   | 19,8%<br>[11,7]                   | Carbón, lignítico y turba   | 40.9%                        | 6.9                                    |
|                                  |                                   | Petróleo crudo  | 13.1%                        | 4.0                                    |
| <b>Resto de exportaciones</b>    | 19,7%<br>[5,1]                    | Productos químicos  | 1.4%                         | 7.3                                    |
|                                  |                                   | Alimentos, bebidas y tabaco sin café                                | 1.2%                         | 5.6                                    |

\*\*Se registraron importantes crecimientos anuales de las ventas externas de este grupo de bienes hacia los Estados Unidos, Ecuador y México (39,2,38,1%, y 30,8% respectivamente).

Fuente: DANE

### Importaciones de bienes

22. El valor de las importaciones en abril creció 5,1% frente al mismo mes de 2017, explicado por el repunte de las importaciones de bienes de consumo las cuales se expandieron 25,9% en términos anuales.
23. Las compras externas de materias primas crecieron 1,6%, impulsadas principalmente por mayores importaciones de materias primas para la industria las cuales, fueron parcialmente compensadas por la caída de las de combustibles. El grupo de bienes de capital, fue el único que se contrajo en el mes, explicado por menores compras externas de equipo de transporte.
24. De enero a abril de 2018, las importaciones totales crecieron 2,3% anual, apoyadas en aumentos en los tres grupos de bienes. El mayor crecimiento se observó en las compras externas de bienes de consumo, las cuales explican 1,3 pp de la variación total.
25. El incremento de las importaciones totales en lo corrido de 2018 se explica por un incremento de 5,2% en el índice de precios acompañado de una disminución de 2,6% del índice de cantidades. Se destaca el incremento de los precios de los Bienes intermedios y los de capital (7,3% y 6,4%), respectivamente.
26. De acuerdo al avance de comercio exterior de la DIAN, en mayo las importaciones CIF registraron un crecimiento anual de 17,9% soportado principalmente por la expansión de 27,8% del grupo de bienes intermedios.

**Cuadro 3. Comportamiento de las importaciones en dólares**

| Abril de 2018                 |                                   |   |                              |  |
|-------------------------------|-----------------------------------|---|------------------------------|--|
|                               | Variación anual<br>[contribución] | Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la var. anual |                              |  |
|                               |                                   | Rubro   | Variación anual<br>del rubro | Contribución a<br>var. anual del total |
| <b>Total importaciones</b>    | 5,1%                              |   |                              |  |
| <b>Bienes de capital</b>      | -2,6%<br>[-0,9]                   | Equipo de transporte  | -48,2%                       | -6.2                                   |
|                               |                                   | Materiales de construcción  | 12,3%                        | 0.0                                    |
| <b>Materias primas</b>        | 1,6%<br>[0,7]                     | Materias primas para la industria                                   | 17,3%                        | 5.7                                    |
|                               |                                   | Materias primas para la agricultura                                 | 2,4%                         | 0.1                                    |
| <b>Bienes de consumo</b>      | 25,9%<br>[5,2]                    | <b>Bienes de consumo duradero</b>                                   | <b>20,8%</b>                 | <b>2.0</b>                             |
|                               |                                   | Máquinas y aparatos de uso doméstico                                | 40,5%                        | 0.9                                    |
|                               |                                   | <b>Bienes de consumo no duradero</b>                                | <b>30,5%</b>                 | <b>3.2</b>                             |
|                               |                                   | Productos alimenticios  | 32,8%                        | 1.2                                    |
| Acumulado Enero-Abril de 2018 |                                   |   |                              |  |
| <b>Total importaciones</b>    | 2,3%                              |   |                              |  |
| <b>Bienes de capital</b>      | 1,9%<br>[0,6]                     | Bienes de capital para la industria                                 | 11,4%                        | 2.0                                    |
|                               |                                   | Materiales de construcción  | 1,9%                         | 0.1                                    |
| <b>Materias primas</b>        | 0,9%<br>[0,4]                     | Materias primas para la industria                                   | 6,9%                         | 2.3                                    |
|                               |                                   | Materias primas para la agricultura                                 | 4,9%                         | 0.2                                    |
| <b>Bienes de consumo</b>      | 6,0%<br>[1,3]                     | <b>Bienes de consumo no duradero</b>                                | <b>10,3%</b>                 | <b>1.2</b>                             |
|                               |                                   | Productos farmacéuticos y de tocador                                | 7,6%                         | 0.3                                    |
|                               |                                   | Productos alimenticios  | 4,3%                         | 0.2                                    |
|                               |                                   | <b>Bienes de consumo duradero</b>                                   | <b>1,1%</b>                  | <b>0.1</b>                             |
|                               |                                   | Máquinas y aparatos de uso doméstico                                | 26,0%                        | 0.5                                    |

Fuente: DANE

### Balanza de Pagos

27. Con la información disponible para lo corrido del año y el escenario de contexto externo presentado en la sección anterior, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2018 es de 3,1% del PIB (USD 10.728 m) en el escenario central, con rango entre 2,8% y 3,4% para el déficit en los escenarios de bajo y alto crecimiento, respectivamente. Es importante señalar que la incertidumbre sobre las condiciones y la disponibilidad de financiamiento, así como la sensibilidad de algunos flujos de capital a las perspectivas del contexto externo y la actividad económica, en general, determinan este rango.
28. El déficit en cuenta corriente como proporción del PIB proyectado para 2018 (3,1%) es menor al observado en 2017 (3,3%). Dicha corrección se explica, principalmente, por el menor déficit comercial de bienes (**Cuadro 4**). Adicionalmente, los mayores ingresos por transferencias corrientes seguirían contribuyendo positivamente al cierre del desbalance externo. Por el contrario, se espera una ampliación de la renta factorial y, en menor medida del déficit de servicios no factoriales.
29. Para las exportaciones de bienes se estima un crecimiento anual de 15,1% en el escenario central. Este dinamismo se explicaría por las expansiones de las ventas al exterior de petróleo y sus derivados y de productos industriales, en un contexto de mejores precios y mayor crecimiento

de los principales socios comerciales. Para las importaciones se prevé un crecimiento de 8,9%, tasa mayor a la observada en 2017.

30. El déficit de servicios se estima para 2018 en niveles superiores a los de 2017. Por el lado de los egresos, estos aumentarían debido principalmente al mayor gasto por viajes de colombianos en el exterior en un contexto de tasa de cambio favorable, al incremento de los egresos por fletes y por el crecimiento de los servicios técnicos petroleros dado el mayor precio internacional del petróleo. Por su parte, los ingresos crecerían principalmente por las mayores entradas asociadas al turismo, en línea con la mejora del crecimiento mundial.
31. Por concepto de renta factorial, se esperan mayores egresos netos en comparación con 2017 debido principalmente al incremento de las utilidades de las empresas extranjeras del sector petrolero y, en menor medida, a la mejora de las utilidades de las compañías que operan en sectores diferentes del minero-energético; coherente con el mayor crecimiento esperado de la economía. También se pronostican mayores pagos por intereses de la deuda externa.
32. Un factor adicional que contribuiría al menor déficit de 2018 será el incremento de los ingresos por transferencias corrientes como resultado del mayor crecimiento esperado de los países donde se originan las remesas.

**Cuadro 4**

| BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares) | 2017           | 2018           | Variación     |
|--|----------------|----------------|---------------|
|  |                | Central        |               |
| <b>CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)</b>        | <b>-10.437</b> | <b>-10.728</b> | <b>-291</b>   |
| <i>Porcentaje del PIB</i>                | <b>-3,3</b>    | <b>-3,1</b>    | <b>0,2</b>    |
| <b>A. Bienes</b>                         | <b>-4.759</b>  | <b>-2.738</b>  | <b>2.020</b>  |
| a. Exportaciones                         | 39.482         | 45.458         | 5.975         |
| Principales                              | 27.319         | 31.788         | 4.469         |
| Resto de exportaciones                   | 12.163         | 13.670         | 1.506         |
| b. Importaciones                         | 44.241         | 48.196         | 3.955         |
| <b>B. Servicios no factoriales</b>       | <b>-4.184</b>  | <b>-4.471</b>  | <b>-288</b>   |
| a. Exportaciones                         | 8.342          | 9.296          | 955           |
| b. Importaciones                         | 12.525         | 13.768         | 1.243         |
| <b>C. Renta de los Factores</b>          | <b>-8.089</b>  | <b>-10.731</b> | <b>-2.642</b> |
| <b>D. Transferencias corrientes</b>      | <b>6.594</b>   | <b>7.212</b>   | <b>618</b>    |

*Memoitem:*

|  |               |               |              |
|--|---------------|---------------|--------------|
| <b>Neto sector minero y petrolero (a-b) <sup>1</sup></b> | <b>17.661</b> | <b>20.818</b> | <b>3.157</b> |
| a. Exportaciones   | 20.803        | 25.451        | 4.648        |
| b. Utilidades renta de factores                          | 3.142         | 4.633         | 1.491        |

<sup>1</sup> Incluye petróleo y sus derivados, carbón y ferrocromo.

33. En términos del financiamiento de la cuenta corriente para 2018 se prevé que la inversión directa continúe siendo el principal rubro de entradas de capital extranjero. No obstante, los flujos por inversión extranjera directa en Colombia (IED) registrarían una caída anual de 7,7% (Cuadro 5). Esto se explicaría por el efecto de base de comparación originado en los recursos recibidos por empresas del sector de comunicaciones el año anterior. Es importante señalar que, descontando dicho efecto, estos aumentarían 13,2%, impulsados en buena parte por las inversiones destinadas al sector minero y petrolero.



34. Adicionalmente, se espera una mayor contratación de préstamos por parte del sector público (desembolsos netos), en contraste con las amortizaciones netas de 2017. En relación con las inversiones de cartera, el escenario central para 2018 supone una menor colocación de bonos por parte del sector público y un mayor dinamismo de los extranjeros en el mercado de TES.

**Cuadro 5**

|  | 2017           | 2018           | Variación     |
|--|----------------|----------------|---------------|
|  |                | Central        |               |
| <b>Cuenta Financiera (A + B + C + D)</b>                         | <b>-9.831</b>  | <b>-10.728</b> | <b>-897</b>   |
| <b>Porcentaje del PIB</b>  | <b>-3,1%</b>   | <b>-3,1%</b>   | <b>0,0%</b>   |
| <b>A. Inversión directa (ii-i)</b>                               | <b>-10.235</b> | <b>-8.832</b>  | <b>1.402</b>  |
| i. Extranjera en Colombia (IED)                                  | 13.924         | 12.856         | -1.069        |
| ii. Colombiana en el exterior                                    | 3.690          | 4.023          | 334           |
| <b>B. Inversión de Cartera (i+ii)</b>                            | <b>-1.597</b>  | <b>-492</b>    | <b>1.105</b>  |
| i. Sector público  | -7.250         | -4.461         | 2.789         |
| ii. Sector privado   | 5.653          | 3.969          | -1.684        |
| <b>C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)</b> | <b>1.455</b>   | <b>-2.082</b>  | <b>-3.537</b> |
| <b>D. Activos de reserva</b>                                     | <b>545</b>     | <b>677</b>     | <b>132</b>    |
| <b>Errores y omisiones (E Y O)</b>                               | <b>606</b>     | <b>0</b>       |               |

35. Para 2019 se prevé un leve retroceso en los precios de los principales productos de exportación, en tanto que el crecimiento de las exportaciones de bienes se daría por el dinamismo de las ventas externas de productos industriales. Se estima que continúe la senda positiva de crecimiento de las importaciones, en línea con el mayor crecimiento económico esperado. Lo anterior implicaría un mayor déficit comercial de bienes frente a lo previsto para 2018. Adicionalmente, se espera un menor déficit por servicios no factoriales y un nivel similar de la renta factorial. De esta manera, el déficit en cuenta corriente proyectado para 2019 en el escenario central es de USD 11.476 m (3,2% del PIB).

36. En relación al financiamiento, para 2019 se prevé un incremento de los flujos de IED y otra inversión, en tanto que continúe la compra de TES por parte de extranjeros. Adicionalmente se estima una menor colocación de bonos por parte del Gobierno y entidades públicas, así como menores salidas de cartera por parte del sector privado.

### **III. Crecimiento, demanda interna y crédito.**

37. La información disponible al segundo trimestre de 2018 permite prever una desaceleración leve del crecimiento del PIB (corregido por estacionalidad y por efectos calendario) en este periodo, pero a una tasa que seguiría siendo mayor que la observada a finales del año pasado.

38. En efecto, en abril el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE registró un crecimiento anual de 3,5% en su serie original. No obstante, al corregir por estacionalidad y por efectos calendario, la expansión anual de la serie fue de 1,2%. Esta última cifra es menor que el 3,0% registrado para el agregado de los primeros tres meses del año de la misma serie. Vale la pena advertir que los ajustes por efectos calendario están sujetos a errores y pueden ser revisados por el DANE en el futuro.

39. Los fundamentales externos de crecimiento del PIB continúan siendo favorables. Por un lado, entre abril y junio de 2018 se registraron incrementos en los precios internacionales de los bienes básicos exportados por el país, lo que a su vez se habría traducido en unos términos de intercambio más favorables y un mejor desempeño del ingreso nacional; por otro, la demanda externa continuó recuperándose, y si bien el costo del financiamiento externo (en USD) y la percepción de riesgo sobre el país se incrementaron, éstos continúan siendo moderados.
40. En contraste, los choques temporales de demanda (especialmente aquellos relacionados con el consumo público) que impulsaron el PIB durante los primeros tres meses del año se disiparían en su mayoría en el segundo trimestre, mientras que los choques negativos que afectaron la inversión (en particular la de obras civiles) seguirían estando presentes y se desvanecerían en el segundo semestre. Así las cosas, entre abril y junio de 2018 el consumo del Gobierno se desaceleraría, al tiempo que la inversión en obras civiles habría restado nuevamente al crecimiento. El consumo privado, por su parte, registraría un mejor desempeño que en trimestres recientes, aunque seguiría expandiéndose a tasas por debajo de su promedio histórico. Las exportaciones netas habrían sumado a la expansión de la actividad económica.
41. Los pronósticos anteriores tienen en cuenta el comportamiento de diversos indicadores con información a abril y mayo.
42. En efecto, según la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en abril las ventas totales del comercio minorista (sin combustibles) aumentaron 6,9% frente al mismo período de 2017. Esta cifra representó una aceleración con respecto al dato del agregado del primer trimestre del año (5,9%). Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 4,9% anual en el mismo mes (vs. 4,8% para 2017T1). En ambos casos, el componente tendencial de la serie muestra una pendiente positiva.
43. El índice de ventas de vehículos automotores de la misma encuesta registró una expansión de 19,2% anual en abril, y los niveles observados a lo largo del año sugieren una recuperación de este renglón de las ventas minoristas frente a lo registrado en todo 2017.
44. Adicionalmente, las cifras publicadas por la Federación Nacional de Comerciantes (FENALCO) sobre el número de matrículas registradas mostraron un crecimiento anual de 3,1% en mayo de 2018. Los incrementos se dieron tanto en el renglón de uso particular (2,0%) como en el de uso comercial (4,4%). En todos los casos, al corregir por estacionalidad y por efectos calendario, se observa una pendiente positiva para el componente tendencial.
45. Asimismo, con cifras a mayo, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo mejoró nuevamente frente a los registros de abril y del agregado del primer trimestre de 2018. El ICC se ubicó en terreno positivo, en niveles cercanos a su promedio histórico, y por encima de los registrados a lo largo de 2016 y de 2017. La recuperación de este índice se dio sobre todo por el incremento del componente de Expectativas de mediano y largo plazos de los Consumidores (IEC); el de Condiciones Económicas (ICE) también se incrementó en el margen.
46. En dirección similar apuntan los resultados de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República. Con cifras a abril, el balance desestacionalizado de ventas sugiere una mejor dinámica del consumo privado durante dicho mes.

47. Respecto al mercado laboral, las series desestacionalizadas con corte a abril muestran pocos cambios marginales en la tasa de desempleo (TD) a nivel nacional y de las trece áreas metropolitanas más importantes. Para ambos dominios, la TD se mantuvo muy estable respecto a su situación de comienzo de año, pero sus registros fueron algo superiores en comparación con las cifras del primer semestre de 2017. Para las trece áreas, con información al trimestre móvil terminado en abril, las series desestacionalizadas reflejan un aumento en el empleo no asalariado al igual que en el empleo informal con relación a las cifras del mes pasado.
48. La última información disponible en materia de salarios nominales de la construcción, la industria y el comercio indica que éstos continúan ajustándose a tasas superiores a la meta de inflación, con un importante alza en los salarios de la industria en el mes de abril. No obstante, el ajuste de los salarios nominales de la construcción de vivienda se ha moderado significativamente desde marzo.
49. Por su parte, las cifras de importaciones de bienes de capital con corte a abril publicada por el DANE, complementadas con los avances de comercio exterior a mayo de la DIAN, permiten prever un desempeño mediocre del agregado de la inversión en maquinaria para la industria y en equipo de transporte. Si a lo anterior se suma la persistencia del choque negativo que afectó el sector de la construcción de edificaciones y de obras civiles durante los primeros tres meses del año, es de esperar que la formación bruta de capital registre una menor caída durante el segundo trimestre. Las cifras a abril del balance de expectativas de inversión de la EMEE confirman lo anterior.
50. Por el lado de la oferta, en términos generales los indicadores disponibles registraron resultados positivos. El comercio, la industria, el sector petrolero, la producción cafetera y los indicadores asociados a la construcción mostraron expansiones, aunque moderadas en el caso de los últimos tres sectores.
51. En abril la producción industrial total (IPI) creció 10,5%. Al excluir la refinación, las manufacturas restantes presentaron un crecimiento de 10,9%. El ítem de refinación de petróleo se expandió 8,8%. No obstante, de acuerdo con las estimaciones del equipo técnico el crecimiento del índice de la producción industrial desestacionalizado y ajustado por efectos calendario fue mucho más moderado en abril (3,8%).
52. La demanda de energía mostró una expansión anual de 2,9% en abril. La tendencia muestra una pendiente positiva. Los componentes regulado y no regulado crecieron 1,3% y 6,2%, respectivamente. La demanda de la industria creció 6,3%.
53. La producción de petróleo en mayo se situó en 866 mbd, con lo cual se registró una expansión anual de 1,8%. El nivel promedio del bimestre abril-mayo (865 mbd) creció 2,2% frente al del primer trimestre de 2018 (847 mbd).
54. De acuerdo con la Federación de cafeteros, en abril la producción de café se situó en 874.000 sacos, lo que representó un aumento anual de 4,8%. No obstante, en lo corrido del año, se ha observado una caída de 2,6% en la producción. Según los expertos del gremio, se espera una caída en el primer semestre cercana al 3%.
55. En cuanto a la construcción, en abril la producción y los despachos de cemento crecieron 5,6% y 13,9% anual, respectivamente. Estimaciones del equipo técnico que buscan corregir los efectos calendario indican que estas variaciones serían 0,5% y 2,5% respectivamente. Por otro lado, las

licencias de construcción presentaron un crecimiento anual de 14,2% en abril, dato que implica una mejoría significativa frente al primer trimestre del año (-16,4%).

56. Con lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República prevé un crecimiento anual para el segundo trimestre de 2018 del PIB (corregido por estacionalidad y por efectos calendario) un poco inferior al 2,8% anual del primer trimestre. Este pronóstico supone una desaceleración del consumo público y un crecimiento anual negativo de las obras civiles, lo que no es compensado por el mejor desempeño de otros sectores según lo sugiere la información presentada anteriormente.

57. Para el año completo se mantiene el pronóstico de crecimiento anual de 2,7%.

#### **IV. Comportamiento de la inflación y precios**

58. Durante los últimos tres meses, la inflación anual al consumidor se mantuvo relativamente estable, después del importante descenso que registró en los dos primeros meses del año. En mayo, el resultado fue 3,16% (Cuadro 6). Por su parte, la inflación año corrido a este mes se situó en 2,31%, cifra inferior a la observada en igual período del año pasado (3,23%). La variación mensual del IPC en mayo fue de 0,25%, en línea con lo que había sido previsto por el mercado (0,26%) y por el equipo técnico.

59. El descenso entre diciembre (4,09%) y mayo se concentró en la sub-canasta de transables (sin alimentos ni regulados) y, en menor medida, en los segmentos de no transables (sin alimentos ni regulados) y de comidas fuera del hogar (Cuadro 6). Durante mayo específicamente, se presentaron pocos cambios en las variaciones anuales de las diferentes sub-canastas, con algunas presiones al alza por cuenta de regulados y alimentos procesados y a la baja en alimentos perecederos y comidas fuera del hogar.

60. En mayo se presentó un leve aumento de la inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, después de cuatro meses de descensos continuos desde comienzos de 2018. En este mes, dicho indicador se situó en 3,43% frente a 3,39% en abril. Los cuatro indicadores de inflación básica se incrementaron en mayo. En particular, el IPC sin alimentos pasó de 3,80% el mes anterior a 3,85% en este. Tan solo el IPC sin alimentos primarios, combustibles y Ss. Ps. (2,80%) se encuentra por debajo de la meta de 3,0%.

## Cuadro 6

### Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A mayo 2018

| Descripción                                  | Ponderación  |             |             |             |             | Participación en porcentaje en la aceleración del mes | Participación en porcentaje en la desaceleración año corrido |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---|--|
|  |              | dic-17      | mar-18      | abr-18      | may-18      |   |  |
| <b>Total</b>                                 | <b>100</b>   | <b>4.09</b> | <b>3.14</b> | <b>3.13</b> | <b>3.16</b> | <b>100.00</b>   | <b>100.00</b>  |
| <b>Sin alimentos</b>                         | <b>71.79</b> | <b>5.01</b> | <b>4.05</b> | <b>3.80</b> | <b>3.85</b> | <b>120.22</b>   | <b>86.43</b>   |
| Transables                                   | 26.00        | 3.79        | 1.80        | 1.51        | 1.58        | 57.29   | 55.42  |
| No transables                                | 30.52        | 5.49        | 4.76        | 4.59        | 4.57        | -16.58  | 30.36  |
| Regulados                                    | 15.26        | 5.86        | 6.01        | 5.65        | 5.79        | 79.51   | 0.65   |
| <b>Alimentos</b>                             | <b>28.21</b> | <b>1.92</b> | <b>0.98</b> | <b>1.52</b> | <b>1.50</b> | <b>-20.22</b>   | <b>13.57</b>   |
| Perecederos                                  | 3.88         | 5.84        | 7.13        | 8.98        | 7.75        | -181.41   | -10.02   |
| Procesados                                   | 16.26        | -0.91       | -2.01       | -1.59       | -1.15       | 247.62  | 3.70   |
| CFH  | 8.07         | 5.21        | 3.32        | 3.40        | 3.12        | -86.43  | 19.88  |
| <b>Indicadores de inflación básica</b>       |              |             |             |             |             |   |  |
| Sin Alimentos                                |              | 5.01        | 4.05        | 3.80        | 3.85        |   |  |
| Núcleo 20                                    |              | 4.87        | 4.04        | 3.72        | 3.79        |   |  |
| IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs. |              | 4.02        | 2.99        | 2.77        | 2.80        |   |  |
| Inflación sin alimentos ni regulados         |              | 4.76        | 3.49        | 3.27        | 3.29        |   |  |
| <b>Promedio indicadores inflación básica</b> |              | <b>4.66</b> | <b>3.64</b> | <b>3.39</b> | <b>3.43</b> |   |  |

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

61. En mayo, se observó un aumento en dos de los componentes del IPC sin alimentos: transables (sin alimentos ni regulados) y regulados.
62. Luego de cuatro meses de descensos continuos, la variación anual de transables registró un leve aumento en el último mes (a 1,58% desde 1,51% en abril), que en una parte importante obedeció al reajuste en el precio de los pasajes aéreos. Es posible que factores como el paro que afectó la aviación civil a finales de 2017, el aumento del precio internacional de los combustibles y de las materias primas importadas y la reciente depreciación del peso estén explicando la interrupción de la tendencia decreciente de esta sub-canasta.
63. Por su parte, la variación anual de regulados pasó de 5,65% en abril a 5,79% en mayo. Dicho aumento se concentró en los servicios públicos, cuyo ajuste anual se incrementó de 5,94% en abril a 6,21% en mayo. Igualmente se presentaron presiones al alza por cuenta del transporte público (que aumentó de 4,95% en abril a 5,03% en mayo). Por el contrario, la variación anual de combustibles volvió a descender en mayo a 6,49% (frente a 6,68% en abril) pese al aumento que se registró en su precio en mayo asociado al repunte en el precio internacional del petróleo de los últimos meses. Esto dada una alta base de comparación estadística.
64. A diferencia de transables y regulados, la variación anual del componente no transables sin alimentos ni regulados se mantuvo relativamente estable en mayo (en 4,57% frente a 4,59% en abril), después de las caídas significativas de los primeros cuatro meses del año. En este último mes continuó la reducción gradual en la variación anual del IPC de arriendos (que pasó de 4,28% en diciembre de 2017 a 3,81% en abril y 3,67% en mayo). En mayo también se presentaron descensos en el segmento Indexados (servicios de salud y educación principalmente) (de 5,93% en abril a 5,87% en mayo). En contraste, la sub-canasta Resto (incluye fútbol) avanzó de 5,55% a 7,18%, reflejando el incremento en el precio en las boletas de las finales del fútbol colombiano.
65. La inflación anual de alimentos no presentó cambios de importancia en mayo (1,50%) con respecto a abril (1,52%). El sub grupo de procesados, fue el único segmento que presionó la

inflación al alza, aunque su ajuste anual se mantuvo en terreno negativo (de -1,59% a -1,15%). El incremento de los precios internacionales de los alimentos en los últimos meses y la reciente depreciación del peso con respecto al dólar habrían generado algunas presiones alcistas en este sub grupo.

66. En contraste, la variación anual de los precios de los alimentos perecederos (de 8,98% a 7,75%) y la de comidas fuera del hogar (de 3,40% a 3,12%) se contrajeron en mayo, favorecidas por el alto abastecimiento de alimentos que aún se registran en las centrales de abasto del país.
67. El ajuste anual en los costos no laborales, aproximados por el IPP total oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), volvió a repuntar por segundo mes consecutivo (de 1,92% en abril a 2,81% en mayo). La inflación al productor corrida cerró mayo en 0,93%, superior a la observada para igual período del año pasado (-0,01%). El avance de la inflación anual al productor en mayo se observó tanto en el componente local (de 2,93% a 3,91%) como en el importado (de -0,45% a 0,25%).
68. Respecto a los costos laborales, con información a mayo se destaca la estabilidad de los salarios de la construcción de vivienda (3,8%) y la pesada (3,8%) en los últimos tres meses. Con cifras a abril, también se mantuvieron estables los salarios de comercio (6,3%), mientras repuntó el ajuste anual de los salarios de la industria (de 4,9% en marzo a 7,5% en abril). A pesar de este último incremento, para lo que resta de año, no se espera presiones alcistas adicionales sobre los salarios, dada la holgura actual con que viene operando el mercado laboral.
69. 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 a diciembre de este año se situaron en 3,36%, nivel superior a las registradas en mayo (3,33%). También repuntaron las expectativas a doce meses (de 3,27% en mayo a 3,31% en junio). Las expectativas a veinticuatro meses (3,21%) en junio cayeron con respecto al registro de mayo (3,23%). Por su parte, en la última encuesta de expectativas trimestrales (de abril de 2018), el mercado espera que la inflación anual en diciembre de 2018 termine en 3,59%, la de 12 meses en 3,58% y la de veinticuatro meses en 3,55%.
70. La inflación implícita en los títulos de deuda pública (Breakeven Inflation, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR (con información al 26 de junio), aumentó 27 pb, 28 pb, 31 pb y 27 pb para la estimación a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. El BEI promedio en lo corrido de junio se ubica en 2,97%, 3,08%, 3,21% y 3,40% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente.
71. Utilizando la curva Forward Break-Even Inflation (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2018 es de 4,18% (este se obtiene adicionando a la expectativa de inflación para lo que resta del año, la inflación acumulada observada). Para los años 2019, 2020 y 2021 corresponde a 3,33%, 3,46% y 3,57%, respectivamente.