



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

MARZO DE 2018

I. Contexto externo

1. El contexto externo continuó mejorando en el último mes. La persistencia de los precios del petróleo en niveles relativamente altos es el factor de mayor impacto positivo.
2. Las condiciones financieras globales siguen favoreciendo los flujos de capital a las economías emergentes y a la fecha no se han visto comprometidos por la postura de la política monetaria de las economías avanzadas.
3. La información disponible muestra que en lo corrido de 2018 la recuperación del crecimiento económico de los socios comerciales continúa.
4. La inflación en los Estados Unidos registró un 2,4% anual en marzo. Por su parte, en la zona del euro (ZE) la inflación se situó en 1,3%.
5. Para lo corrido de 2018, el precio del petróleo referencia Brent se ha ubicado en 68,07 dólares por barril en promedio. Es importante señalar que para el periodo del 1 al 25 de abril dicho promedio es de 71,09 dólares por barril.
6. Como resultado, los términos de intercambio de Colombia continúan mostrando una recuperación, explicada principalmente por los mayores precios del petróleo.

a. Escenarios de crecimiento externo

Escenario central o más probable (Cuadro 1)

7. En este informe se mantiene el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales del país, frente a lo presentado en marzo. 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. En los Estados Unidos, las mejores perspectivas de crecimiento y la aparición de presiones inflacionarias llevarían a que en el escenario central se contemplen tres incrementos adicionales de la tasa de interés de política de la Reserva Federal (FED) durante 2018. Así, esta pasaría del rango actual (1,50-1,75) al de 2,25 a 2,50 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.
9. La política monetaria por parte del Banco Central Europeo continuaría siendo expansiva, aunque menos que lo contemplado previamente, dados los anuncios recientes de reducción en el programa de compra de activos. Se espera que la inflación continúe en niveles bajos.
10. En este informe se revisó al alza el pronóstico del precio de la referencia Brent, el cual se estima alrededor de 65 dólares por barril. Para 2019 dicha referencia se

- situaría en USD 63 por barril. Esta proyección sigue anticipando una reducción originada en una respuesta de la oferta, aunque las disminuciones esperadas en los siguientes trimestres serían inferiores a las consideradas en el informe anterior.
11. Los factores que contribuirían a la reducción del precio del petróleo en lo que resta del año serían:
 - i. Los altos precios observados en los últimos meses que provocarían un incremento de la producción, en particular en los Estados Unidos, que se concentraría en el segundo semestre.
 - ii. La erosión gradual de los acuerdos de la OPEP y Rusia.
 12. Algunos de los riesgos negativos que pesan sobre el escenario central de contexto externo son:
 - i. 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.
 - ii. Inestabilidad financiera global debido a los altos niveles de apalancamiento que se observan hoy en día en varias economías.
 - iii. Imposición de barreras comerciales en Estados Unidos y otros países.
 - iv. Una fallida renegociación del tratado de libre comercio de América del Norte (NAFTA).
 - v. Efectos adversos relacionados con la negociación del *Brexit*.
 13. El principal riesgo al alza que enfrenta el escenario central de contexto externo sería:
 - i. Un precio del petróleo más alto que lo contemplado en dicho escenario. De materializarse este riesgo, representaría un impulso positivo al crecimiento de la economía colombiana a través de diversos canales.

Cuadro 1. Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales

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

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

II. Comercio exterior y Balanza de pagos

Exportaciones de bienes

14. En febrero de 2018, el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 8,3%, explicado por aumentos de los bienes del grupo Resto de exportaciones¹ y de los bienes de origen minero, que contrarrestaron la disminución de las exportaciones agrícolas. En lo corrido del año 2018, las exportaciones totales se expandieron de 13,9%, con variaciones positivas en los tres grupos mencionados anteriormente.
15. Para la variación anual de febrero, se destaca el repunte de la contribución de la refinación del petróleo y otros y de Alimentos, bebidas y tabaco sin café (**Cuadro 2**). Por su parte, para el año corrido sobresale el carbón y el petróleo como los bienes que más aportaron al crecimiento total.
16. Las ventas externas del grupo Resto de exportaciones crecieron significativamente (27,1%), explicadas principalmente por los aumentos en alimentos, bebidas y productos químicos. Algo similar ocurre en la variación año corrido.

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 enero el 95,2% de este grupo.

17. En contraste, las exportaciones del grupo agrícola cayeron 7,9% lo que obedeció a las caídas en las ventas externas de café y banano. Sin embargo, este grupo presentó un incremento de 5,4% en el año corrido explicado por flores.
18. Así, el crecimiento de las exportaciones totales se explica por un aumento de los precios (16,5%) que más que compensó la disminución de los volúmenes exportados (-1,3%). El mayor incremento de los precios se dio en los bienes mineros (16,5%), seguidos del grupo Resto de exportaciones (3,2%). Por el contrario, los precios de bienes agrícolas cayeron (-8,0%). En cuanto a las cantidades exportadas, los bienes agrícolas (0,2%) y Resto de exportaciones (23,2%) crecieron mientras que los volúmenes exportados de bienes mineros cayeron (-10,5%).
19. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en marzo las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron una disminución anual de -6,5%.

Cuadro 2. Comportamiento de las exportaciones en dólares

EXPORTACIONES				
Febrero de 2018				
	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	8.3%			
Bienes de origen agrícola	-7,9% [-1,2]	Café (sin tostar)	-13.4%	-1.0
		Banano	-6.6%	-0.2
Bienes de origen minero	4,2% [2,5]	Refinación del petróleo y otros	54.3%	2.6
		Carbón, lignítico y turba	7.7%	1.4
Resto de exportaciones*	27,1% [7,1]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	57.8%	2.6
		Productos químicos	28.4%	2.1
Acumulado Enero-Febrero de 2018				
Total exportaciones	13.9%			
Bienes de origen agrícola	5,4% [0,8]	Flores	12.8%	0.5
		Banano	17.8%	0.4
Bienes de origen minero	11,3% [6,9]	Carbón, lignítico y turba	30.4%	5.1
		Petróleo crudo	7.9%	2.6
Resto de exportaciones	24,9% [6,2]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	46.2%	2.1
		Productos químicos	23.9%	1.7

*Los mayores crecimientos anuales de las ventas externas de este grupo se registraron hacia Los Estados Unidos y Ecuador (17,7% y 12,7% respectivamente).

Fuente: DANE

Importaciones de bienes

20. En febrero, el valor en dólares de las importaciones CIF aumentó 0,1% anual. Allí, la caída de las compras externas de bienes intermedios (-5,9%) fue compensada por las expansiones de las importaciones de bienes de capital (9,9%) y de los bienes de consumo (1,1%). En el primer bimestre de 2018, las importaciones

totales crecieron 5,2% soportadas por incrementos en los tres grupos de bienes (**Cuadro 3**).

21. En el caso de las importaciones de bienes de capital se destaca el aporte de las compras externas de Otro equipo fijo para la industria y de Maquinaria industrial. En contraste, la disminución de las compras externas de bienes intermedios se explica por las reducciones importantes en la categoría de combustibles y en la de materias primas para la agricultura, que cayeron en febrero 32% y 28%, respectivamente. En el caso de las importaciones de combustibles, parte del comportamiento se explica por la alta base de comparación de febrero de 2017 cuando creció 18% en términos anuales.
22. A partir de los índices de precios y cantidades, se observa que el crecimiento de las importaciones en febrero se explica al aumento en los precios (4,8%) que fue parcialmente contrarrestado por una caída de 4,2% en el índice de cantidades. El incremento del índice de precios se da en los tres grupos de bienes mientras, que la caída de las cantidades importadas se concentra totalmente en el rubro de bienes intermedios.
23. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en marzo las importaciones CIF registraron una caída anual de 6,5%.

Cuadro 3. Comportamiento de las importaciones en dólares

IMPORTACIONES				
	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	0,1%			
Bienes de capital	9,9% [2,7]	Equipo rodante de transporte	29,2%	0,4%
		Maquinaria industrial	20,0%	1,0%
Materias primas	-5,9% [-2,9]	Alimentos para animales	-46,1%	-0,8%
		Combustibles	-35,8%	-3,7%
Bienes de consumo	1,1% [0,3]	Bienes de consumo no duradero	3,5%	0,4%
		Tabaco	252,4%	0,1%
		Bienes de consumo duradero	-1,5%	-20,0%
		Vehículos de transporte particular	-14,5%	-0,9%
Acumulado Enero-Febrero de 2018				
Bienes de capital	10,2% [2,9]	Maquinaria industrial	10,5%	0,7%
		Otro equipo fijo (para la industria)	17,3%	1,0%
		Equipo rodante de transporte	23,4%	0,4%
Materias primas	3,9% [1,9]	Electricidad	617,4%	0,0%
		Productos químicos y farmacéuticos	18,5%	1,5%
Bienes de consumo	1,4% [0,3]	Bienes de consumo no duradero	6,2%	0,8%
		Tabaco	344,8%	0,1%
		Bebidas	50,3%	0,3%
		Bienes de consumo duradero	-3,8%	-0,4%
		Vehículos de transporte particular	-19,7%	-1,3%

Fuente: DANE

Balanza Comercial de bienes

24. Con los resultados anteriores, y manejando las cifras de importaciones en valores FOB, la balanza comercial de febrero cerró con un déficit de 560 millones de

dólares FOB equivalente a un aumento de 0,7% del déficit frente al mismo mes de 2017.

25. En el primer bimestre de 2018, el déficit comercial fue de 950 millones de dólares FOB. Esto significa una disminución del déficit en 395 millones de dólares con respecto al año anterior.

Balanza de Pagos

26. Con la información disponible para lo corrido del primer trimestre 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 10.605 m) en el escenario central, con rango entre 2,8% y 3,5% 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.
27. 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 del déficit de servicios no factoriales.
28. Para las exportaciones de bienes se estima un crecimiento anual de 11,9% 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 7,1%, tasa mayor a la observada en 2017.
29. El déficit de servicios se estima para 2018 en niveles superiores a los de 2017. Por el lado de los egresos, estos aumentarían debido 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.
30. 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.

31. 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	
CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)	-10.359	-10.605	-246
Porcentaje del PIB	-3,3	-3,1	0,2
A. Bienes	-4.766	-3.206	1.561
a. Exportaciones	39.474	44.156	4.681
Principales	27.313	31.002	3.689
Resto de exportaciones	12.161	13.154	993
b. Importaciones	44.241	47.361	3.121
B. Servicios no factoriales	-4.111	-4.902	-791
a. Exportaciones	8.326	9.220	894
b. Importaciones	12.438	14.122	1.685
C. Renta de los Factores	-8.167	-9.794	-1.628
D. Transferencias corrientes	6.685	7.297	612
<i>Memoitem:</i>			
Neto sector minero y petrolero (a-b) ¹	17.751	20.209	2.458
a. Exportaciones	20.798	24.364	3.567
b. Utilidades renta de factores	3.047	4.155	1.108

¹ Incluye petróleo y sus derivados, carbón y ferroniquel.

32. 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 6,4% (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 13,7%, impulsados en buena parte por las inversiones destinadas al sector minero y petrolero.
33. 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 gobierno y entidades del sector público. Asimismo, se espera que continúe el dinamismo en la compra de TES por parte de extranjeros.

Cuadro 5

	2017 (pr)	2018 (py)	Variación
		Central	
Cuenta Financiera (A + B + C + D)	-9.694	-10.605	-911
Porcentaje del PIB	-3,1%	-3,1%	0,0%
A. Inversión directa (ii-i)	-10.828	-9.589	1.239
i. Extranjera en Colombia (IED)	14.518	13.583	-935
ii. Colombiana en el exterior	3.690	3.993	304
B. Inversión de Cartera (i+ii)	-1.577	107	1.683
i. Sector público	-7.250	-4.641	2.609
ii. Sector privado	5.673	4.748	-926
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	2.166	-1.800	-3.966
D. Activos de reserva	545	677	132
Errores y omisiones (E Y O)	665	0	

III. Crecimiento, demanda interna y crédito

34. De acuerdo con la información disponible de actividad real para el primer trimestre del año, el crecimiento del PIB habría registrado una aceleración frente a los datos del cuarto trimestre del año pasado y de todo 2017. Esto habría sucedido en un contexto en el que ya se habrían disipado en buena parte los efectos del choque de oferta en el sector de transporte aéreo en el cuarto trimestre del año pasado y de la implementación del IVA en igual período de 2017. En particular, el equipo técnico estima una expansión de 2,3% para este periodo.
35. La serie desestacionalizada del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE confirma lo anterior. Este indicador se expandió 2,4% anual en febrero, similar a lo registrado en enero (2,3%), y mayor que el observado para el cuarto trimestre de 2017 (1,4%).
36. En este contexto, la aceleración del crecimiento del PIB habría sido acompañada de un mayor crecimiento de la absorción, que habría sido resultado, en gran medida, de una recuperación de la inversión. Para el consumo total también se espera un aumento en el ritmo de crecimiento anual frente al trimestre anterior gracias a la aceleración del consumo privado. Aunque el consumo público se desacelera un poco, su tasa de expansión es mayor a la del gasto privado. Por su parte, las exportaciones netas habrían contribuido positivamente a la expansión del PIB.
37. Los indicadores coyunturales disponibles apoyan esta proyección. Según las cifras de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas minoristas (sin combustibles) de febrero crecieron 6,4% anual. El agregado del primer bimestre de 2018 registró una expansión de 5,9% anual, lo que representó una importante aceleración frente al -3,0% del cuarto trimestre del año pasado.
38. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 5,4% anual durante el mismo mes. Para el bimestre el crecimiento fue de 3,9% anual, lo que

también significó un mejor comportamiento con respecto a lo observado para el cuarto trimestre (-0,5%).

39. De acuerdo con la misma encuesta, el índice de ventas de vehículos de febrero aumentó 12,2% anual. Para el bimestre la cifra fue de 19,0%, significativamente mayor que el -15,6% de finales del año pasado.
40. Otros indicadores que guardan estrecha correlación con el consumo de los hogares también apuntan a un mejor desempeño de este componente del PIB durante el primer trimestre de 2018. En principio, con cifras a marzo, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo mejoró en el margen con respecto a los niveles de meses anteriores. A pesar de que su nivel continúa por debajo del promedio calculado desde noviembre de 2001, éste muestra una tendencia a la recuperación desde hace un año.
41. Con cifras a febrero, la serie desestacionalizada del balance de ventas de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República sugiere una recuperación del comportamiento del consumo privado durante el bimestre enero-febrero.
42. Con respecto al mercado laboral, las series desestacionalizadas para la tasa de desempleo a nivel nacional y de las trece áreas metropolitanas más importantes, con corte a febrero, no presentaron cambios relevantes respecto al mes anterior.
43. En materia de empleo, las cifras desestacionalizadas de los últimos meses señalan que, en el margen, el número de ocupados ha aumentado para el agregado nacional, en tanto que en las trece áreas permanece estancado. Los incrementos en el empleo a nivel nacional obedecen principalmente a su dinámica reciente en las cabeceras diferentes a las trece áreas. En éstas últimas, con información al trimestre móvil terminado en febrero, las series desestacionalizadas muestran una caída en el empleo asalariado, y un aumento en el número de ocupados no asalariados con respecto a las cifras del mes anterior.
44. Por su parte, los indicadores disponibles relacionados con la Formación Bruta de Capital sugieren que la inversión distinta de construcción y de obras civiles se habría expandido a un ritmo superior que el observado en el cuarto trimestre del año pasado. Esto se deduce de las cifras de importaciones en dólares publicadas por el DANE a febrero junto con los avances de comercio exterior publicados por la DIAN a marzo, en ambos casos llevadas a pesos constantes.
45. En materia de comercio exterior de acuerdo con las mismas fuentes, se prevé un crecimiento de las exportaciones y un estancamiento de las importaciones reales. La expansión de las ventas al exterior sería resultado de buenos desempeños tanto de las ventas de bienes tradicionales (en particular de carbón y petróleo), como de las no tradicionales y de servicios. Para el caso de las importaciones, su nulo crecimiento habría estado relacionado con la contracción de equipo de transporte y de consumo durable.

46. Por el lado de la oferta, en términos generales los indicadores disponibles registraron resultados positivos. El comercio, la industria, el sector petrolero y la producción cafetera mostraron expansiones.
47. En febrero, la producción industrial total (IPI) creció 1,5%. Al excluir la refinación, las manufacturas restantes presentaron un crecimiento de 0,8%. El ítem de refinación de petróleo se expandió 4,7%.
48. La demanda de energía registró una expansión anual de 3,2% en marzo y su tendencia muestra una pendiente positiva. Los componentes regulado y no regulado crecieron 3,4% y 2,97%, respectivamente.
49. La producción de petróleo en marzo se situó en 857 mbd, con lo cual se registró una expansión anual de 6,5%. No obstante, el nivel promedio del primer trimestre (847 mbd) creció solo 0,7% frente a igual período de 2017 y cayó frente al del cuarto trimestre de ese año (862 mbd).
50. De acuerdo con la federación de cafeteros, en marzo la producción de café se situó en 1.037.000 de sacos, lo que representó un aumento de 1,7%. Pese a esto, el resultado del primer trimestre fue una caída de 5,5% y es importante señalar que según los expertos del gremio, se espera una caída en el primer semestre cercana al 3%.
51. En cuanto a la construcción, en febrero la producción y los despachos de cemento cayeron 6,9% y 4,8% anual, respectivamente. Por otro lado, las licencias de construcción presentaron una disminución anual de 12,0% en febrero, con lo que el año corrido muestra una caída de 3,6%.
52. Con lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República prevé un crecimiento del PIB del primer trimestre de 2018 de 2,3% anual, contenido en un rango de pronóstico de entre 1,8% y 2,8%.
53. Con respecto a las proyecciones de crecimiento del PIB para el año completo 2018, el equipo técnico del Banco de la República mantuvo el punto central presentado en el anterior *Informe sobre Inflación*: 2,7% como cifra más probable; pero esta vez contenido en un rango entre 2,0% y 3,5% (vs. 1,5% a 3,5% anterior). Como es usual, el techo y el piso del intervalo, así como la cifra central de crecimiento del PIB de 2018 son consistentes con los supuestos de los fundamentales externos de los escenarios de Balanza de Pagos discutidos anteriormente.
54. En este sentido, para 2018 se prevé una recuperación del crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales frente a lo registrado para 2017, permitiendo una contribución positiva de la demanda externa a la expansión del PIB. Asimismo, los pronósticos de precios internacionales de materias primas registrarían aumentos, lo cual supone un nivel de términos de intercambio mayor que el observado a lo largo del año pasado. Adicionalmente, la leve ampliación del nivel del déficit en cuenta corriente para 2018 con respecto a 2017 implicaría una mayor entrada de recursos al país para financiar la expansión de la demanda interna.

55. Por el lado del gasto, se prevé un mayor dinamismo de la demanda interna, definida por mayores expansiones de la formación bruta de capital. Así, los beneficios contemplados en la reforma tributaria sobre la inversión privada, y el buen dinamismo proyectado para las obras civiles, impulsarían el desempeño de este renglón del PIB en 2018. En particular, con respecto a este último componente de la inversión, el buen desempeño sería resultado de un mayor gasto de infraestructura por parte de los gobiernos regionales, que complementaría la expansión de las actividades de exploración y explotación por parte de diferentes firmas del sector petrolero y el gasto en vías terciarias y de 4G.
56. Para 2018 se prevé que el consumo privado se expanda a un ritmo algo mayor que el del año pasado. Este rubro debería resultar favorecido por la reducción de la inflación y por las acciones de política monetaria tomadas en los últimos meses. Adicionalmente, se espera un crecimiento algo más bajo del consumo público que el observado para 2017. Esto sería resultado de los efectos del calendario electoral y del ajuste que se espera en las cuentas fiscales por parte del Gobierno Nacional Central (GNC), el cual sería compensado parcialmente por una mayor ejecución por parte de los gobiernos regionales y locales.
57. Con respecto a las cuentas de comercio exterior, se espera una contribución positiva de la demanda externa al crecimiento del PIB. Las ventas al exterior serían jalonadas por mejores desempeños tanto de bienes básicos como de aquellos clasificados como no tradicionales y de servicios. Las importaciones también registrarían incrementos, de la mano de una mayor expansión de la demanda interna intensiva en bienes y servicios provenientes del exterior.
58. Por el lado sectorial, para todo 2018 se prevé que las ramas más dinámicas sean los servicios financieros y los servicios sociales. La industria y la minería dejarían de caer este año, ésta última como resultado tanto por una mayor producción prevista de carbón y petróleo como por la mejora en los precios internacionales. Por último, para el sector agropecuario se proyecta un crecimiento más moderado que el del año anterior, explicado por una caída en la producción de café y una menor expansión de otros productos agrícolas.

IV. Comportamiento de la inflación y precios

59. La inflación anual al consumidor en marzo fue 3,14%, un registro menor en 23 puntos base al de febrero. Con este último dato se completan tres meses consecutivos de caídas de la inflación anual y esta se sitúa muy cerca de la meta de largo plazo establecida por la JDBR (3,0%) (**Cuadro 6**). La inflación año corrido y doce meses se situaron en 1,58% y 3,14%, respectivamente.
60. La variación mensual en marzo fue 0,24%, cifra inferior a la esperada tanto por el mercado (0,38%) como por el equipo técnico del Banco.

61. Durante el primer trimestre, pero sobre todo en febrero y marzo, la inflación anual al consumidor descendió más rápido que lo esperado por el equipo técnico en su informe trimestral de diciembre.
62. La caída de la inflación anual en el último mes se presentó en todas las principales canastas, excepto en la de alimentos en donde la variación anual aumentó ligeramente como se muestra más adelante.
63. Por su parte, el fuerte descenso de la inflación al consumidor entre diciembre y marzo (de 95 puntos base) fue liderado por el segmento transable, y en menor medida, por los no transables y los alimentos no perecederos (procesados y comidas fuera del hogar). Los regulados y los alimentos perecederos, son los únicos segmentos de la canasta del IPC que ejercieron presiones alcistas.
64. El indicador de inflación básica medido como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República (3,64%), continuó cayendo por tercer mes consecutivo. Todos los indicadores de inflación básica se redujeron en marzo. El IPC sin alimentos ni regulados fue el que más disminuyó (de 3,91% a 3,49%). Algo similar sucedió con el IPC sin alimentos (de 4,40% a 4,05%) y con el núcleo 20 (de 4,27% a 4,04%). El IPC sin alimentos primarios, combustibles y Ss. Ps. (de 3,26% a 2,99%) alcanzó la inflación objetivo de largo plazo, por primera vez en varios años.

Cuadro 6

Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A marzo 2018

Descripción	Ponderación										Participación en porcentaje en la desaceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración año corrido
		dic-16	mar-17	jun-17	sep-17	dic-17	ene-18	feb-18	mar-18			
Total	100	5.75	4.69	3.99	3.97	4.09	3.68	3.37	3.14	100.00	100.00	
Sin alimentos	71.79	5.14	5.13	5.12	4.71	5.01	4.61	4.40	4.05	104.53	70.74	
Transables	26.00	5.31	5.59	4.41	3.41	3.79	3.16	2.50	1.80	70.01	48.97	
No transables	30.52	4.85	5.33	5.21	5.21	5.49	5.37	4.95	4.76	26.00	23.75	
Regulados	15.26	5.44	4.05	6.01	5.68	5.86	5.27	6.14	6.01	8.51	-1.98	
Alimentos	28.21	7.22	3.65	1.37	2.22	1.92	1.49	0.94	0.98	-4.53	29.26	
Perecederos	3.88	-6.63	-13.09	-14.72	-0.32	5.84	6.50	5.86	7.13	-24.27	-6.73	
Procesados	16.26	10.74	6.28	3.29	0.84	-0.91	-1.27	-1.81	-2.01	12.64	18.48	
CFH	8.07	8.54	8.94	7.62	6.01	5.21	4.05	3.51	3.32	7.09	17.52	
Indicadores de inflación básica												
Sin Alimentos		5.14	5.13	5.12	4.71	5.01	4.61	4.40	4.05			
Núcleo 20		6.18	6.01	5.31	4.87	4.87	4.72	4.27	4.04			
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		6.03	5.61	5.07	4.31	4.02	3.68	3.26	2.99			
Inflación sin alimentos ni regulados		5.05	5.44	4.87	4.44	4.76	4.42	3.91	3.49			
Promedio indicadores inflación básica		5.60	5.55	5.09	4.58	4.66	4.36	3.96	3.64			

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

65. En marzo, la variación anual de los principales componentes del IPC sin alimentos (transables, no transables y regulados) mostró una desaceleración.
66. Los transables completaron tres meses descendiendo y pasaron de 2,50% en febrero a 1,80% en marzo. Estas caídas se habían anticipado en los informes pasados, aunque han sido más pronunciadas que lo esperado. En especial tres factores vienen

explicando la dinámica bajista de los precios transables en lo corrido del año. La apreciación del peso con respecto al dólar en lo corrido del año, mayor que la esperada en el informe trimestral de diciembre; la desaparición (en los dos primeros meses del año principalmente) del efecto asociado con el aumento del IVA a comienzos del año pasado y la debilidad de la demanda, la cual ha limitado las alzas de precios en este y otros segmentos del IPC.

67. Por su parte, la variación anual del componente no transables sin alimentos ni regulados pasó de 4,95% en febrero a 4,76% en marzo. La contracción fue generalizada en los no transables, siendo la sub-canasta Resto (que incluye boletas de fútbol) la que más retrocedió (de 7,21% a 6,27%), con lo cual se revirtió buena parte del choque de oferta transitorio que se había presentado a finales de 2017. Igualmente, en marzo hubo registros inferiores a los observados en febrero en las sub-canastas de Afectados por tipo de cambio (de 5,65% a 5,06%), de Arriendos (de 4,05% a 3,91%) y de Indexados (de 6,18% a 6,10%).
68. Cabe señalar sin embargo, que en este último caso (indexados, que incluye precios de los servicios de salud y educación) factores como la alta inercia de los ajustes en sus precios y el incremento del salario mínimo en 2018 (cerca al 6,0%) pueden haber inducido incrementos por encima de lo pronosticado, por lo que se esperan pocos descensos adicionales el resto del año.
69. La variación anual de Regulados cayó en marzo (6,01%) con respecto a febrero (6,14%). La caída de Combustible (de 9,38% a 7,86%) explica el descenso de este grupo. En este caso, la variación en lo corrido del año ha sido mínima, favorecida por la apreciación del peso que estaría compensado los aumentos en los precios internacionales de los combustibles. En contraste, el grupo Transporte aumentó de 6,46% a 6,63% y Servicios Públicos registró poco cambio (de 4,83% a 4,88%).
70. Para servicios públicos, se esperan alzas en las tarifas de energía en los próximos meses por cuenta del nuevo marco regulatorio que implica ajustes en el cargo por distribución. Sin embargo, esto deberá ser compensado parcialmente por disminuciones en las tarifas de aseo en Bogotá a partir de abril, cercanas al 10%, debido al cambio de operadores. También es importante anotar que en transporte se esperan alzas adicionales por la paulatina incorporación de la nueva plataforma tecnológica de cobro para el servicio de taxis en Bogotá, que recién ha comenzado a implementarse.
71. La inflación anual de alimentos aumentó levemente en marzo (0,98%) con respecto a febrero (0,94%) e interrumpió la tendencia decreciente que traía desde diciembre del año pasado (1,92%).
72. El único componente en los alimentos que contribuyó a aumentar la inflación fue el de perecederos que pasó de 5,86% en febrero 7,13% en marzo. Por el contrario, las comidas fuera del hogar (de 3,51% a 3,32%) y los alimentos procesados (de -1,81% a -2,01%) continuaron cayendo, favorecidos por una demanda débil y el comportamiento reciente del dólar.

73. No obstante, los precios internacionales de los alimentos han aumentado en lo corrido del año, tendencia que de mantenerse podría generar presiones inflacionarias una vez el tipo de cambio deje de apreciarse.
74. Por otro lado, el abastecimiento de alimentos en las centrales de abasto (en especial de los perecederos) sigue registrando niveles altos de tal forma que el aumento registrado en la variación anual de su IPC no obedece tanto a problemas de baja producción y oferta como a una base de comparación estadística muy baja en igual período del año pasado. Esta situación se hará más evidente durante el segundo semestre de este año.
75. El ajuste anual en los costos no laborales, aproximados por el IPP total oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), volvió a descender en marzo (1,65%), luego de un impulso alcista el mes pasado. La inflación corrida al productor cerró en marzo en 0,24%, inferior al 0,44% observada para el mismo período al año pasado. La contracción de la inflación anual al productor en marzo la explica el componente importado, el cual pasó de terreno positivo en febrero (0,58%) a terreno negativo en marzo (-0,56%). En contraste, el componente local aumentó de 2,41% a 2,61%.
76. En los costos laborales se destaca el menor ritmo de ajuste, en lo corrido del año, de los salarios de la construcción de vivienda (3,9%) y de la pesada (3,6%), a tasas que no se observaban desde abril de 2015. Con cifras a febrero, también disminuyeron los ajustes anuales de los salarios de la industria (de 6,2% a 5,6%), mientras repuntaron los de comercio (de 4,3% a 5,9%). No se esperan presiones alcistas sobre los salarios en los próximos meses por la holgura que mostraría el mercado laboral en lo que resta del año.
77. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de abril), las expectativas de inflación para diciembre de este año se situaron en 3,27%, nivel inferior a las registradas en marzo (3,35%). Por su parte, las expectativas a doce meses (3,29%) y las de veinticuatro meses (3,26%) se mantuvieron estables en abril. Por su parte, en la última encuesta de expectativas trimestrales (de abril de 2018), los encuestados esperan que la inflación anual en diciembre de 2018 termine en 3,59%. Dichas expectativas a 12 meses están en 3,58% y a 24 meses en 3,55%.
78. Desde la última reunión de la JDBR (20 de marzo) y con información al 24 de abril, se observa que la inflación implícita (Breakeven Inflation, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y en UVR disminuyó 43 pb, 28 pb, 15 pb y 15 pb para los plazos a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. Actualmente, dichas medidas se sitúan en 2,87%, 2,99%, 3,13% y 3,30%, respectivamente.
79. Utilizando la curva Forward Break-Even Inflation (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2018 es de 3,82% (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 3,10%, 3,19% y 3,25%, respectivamente.