



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

JUNIO DE 2018

I. Contexto externo

1. En los últimos meses, un hecho relevante para Colombia en el contexto externo ha sido la persistencia del precio internacional del petróleo en niveles por encima de los 70 dólares por barril. En lo corrido de 2018 hasta el 19 de julio, el petróleo de referencia Brent se ha ubicado en 71,59 dólares por barril en promedio.
2. La política monetaria de algunas economías avanzadas ha continuado su proceso de normalización en lo corrido del año, especialmente en los Estados Unidos. Así, en línea con lo esperado, la Fed efectuó dos incrementos en su tasa de interés de 25 pb cada uno (en marzo y junio). Esto ha conllevado un aumento de varias tasas de interés de largo plazo en esos países, sobre todo en los Estados Unidos, donde estas alcanzaron un máximo en mayo (desde 2013).
3. En este entorno, se produjo un incremento de la percepción del riesgo hacia las economías emergentes, pero que ha tenido efectos de consideración solamente sobre las economías que son valoradas como más vulnerables.
4. A pesar de ello, la información disponible muestra que en lo corrido del 2018 la recuperación del crecimiento económico del conjunto de los socios comerciales del país continúa.
5. La economía de los Estados Unidos se mantiene en una senda de crecimiento sólida. Los últimos datos confirman las tendencias: un fortalecimiento del mercado laboral, una inversión fuerte, y una mayor confianza e ingreso de los hogares que ha favorecido al consumo.

Escenario central o más probable (Cuadro 1)

6. En este informe, el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales del país para 2018 mostró pocos cambios frente a lo presentado anteriormente (2,4%). Así, se sigue esperando una aceleración respecto a 2017. El consumo y la inversión, y como reflejo de ello el comercio, continuarían siendo el motor de crecimiento en las economías avanzadas. Para 2019 se anticipa una dinámica de los socios comerciales muy similar a la esperada para 2018.
7. En el escenario central, se prevén dos incrementos adicionales de la tasa de interés de política de la Fed durante lo que resta de 2018. Así, esta pasaría del rango actual (1,75%-2%) al de 2,25% a 2,5% hacia finales de año. A lo anterior, se sumaría el programa de reducción en la hoja de balance, que se continuaría cumpliendo de acuerdo con lo anunciado.
8. El escenario central no contempla los efectos de las tarifas arancelarias que los Estados Unidos y sus socios comerciales implementaron en las últimas semanas. Tampoco se incluyen impactos asociados al estrés financiero reciente que algunas economías emergentes han experimentado.

9. En este informe se espera un precio promedio de USD 71 dólares por barril (referencia Brent) en promedio para 2018 y uno de 67 para 2019. Estos valores son mayores que los empleados en el Informe trimestral anterior, pero siguen implicando una disminución del precio. Los factores que contribuirían a este descenso son:
- i. Un incremento de la producción, la cual estaría siendo estimulada por los altos precios observados en los últimos meses.
 - ii. La erosión gradual de los acuerdos de la OPEP y Rusia.
10. Algunos de los riesgos que podrían afectar negativamente el crecimiento de los socios comerciales del país y, en general, al contexto externo son:
- i. Un mayor encarecimiento del financiamiento externo que el contemplado en el escenario central, como resultado de la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas.
 - ii. Un escalonamiento de las políticas comerciales proteccionistas por parte de Estados Unidos y sus socios comerciales, que derive en un impacto negativo importante sobre el comercio mundial, lo que a su vez puede desestimular el crecimiento económico mundial.
 - iii. Una acentuación de riesgos políticos, entre ellos, una fallida renegociación del tratado de libre comercio de América del Norte (Nafta) y noticias adversas relacionadas con la negociación del Brexit.

Cuadro 1: Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

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

11. En mayo de 2018, el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 5,0%, soportado por aumentos en el grupo de bienes de origen minero (5,6%) y de Resto de exportaciones¹ (11,4%) (**Cuadro 2**). Algo similar ocurre en lo corrido del año donde las exportaciones totales, las de origen minero y las del grupo de Resto crecen 14,5%, 17,5% y 17,8%, respectivamente.
12. Dentro de las exportaciones mineras se destacan las ventas externas de petróleo y carbón. En el grupo Resto, sobresale el dinamismo de los rubros de productos químicos, alimentos y bebidas.
13. En contraste, el grupo de bienes de origen agrícola se contrajo 9,0% en mayo explicado por menores ventas externas de banano y café. En lo corrido del año la caída es 3,6%. El rubro de flores fue el único que mostró una variación anual positiva dentro de este grupo en mayo (14,1%).

Cuadro 2. Comportamiento de las exportaciones en dólares

EXPORTACIONES				
Mayo 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	5.0%			
Bienes de origen agrícola	-9,0% [-1,3]	Banano	-40.1%	-1.7
		Café (sin tostar)	-1.8%	-0.1
Bienes de origen minero	5,6% [3,4]	Petróleo crudo	34.5%	8.8
		Refinación del petróleo y otros	47.5%	2.4
Resto de exportaciones*	11,4% [2,9]	Productos químicos	10.4%	0.7
		Vehículos automotores y otros tipos de transporte	60.5%	0.7
Acumulado Enero-Mayo de 2018				
Total exportaciones	14.5%			
Bienes de origen agrícola	-3,6% [-0,5]	Café (sin tostar)	-10.1%	-0.8
		Banano	-7.8%	-0.2
Bienes de origen minero	17,5% [10,4]	Petróleo crudo	19.5%	5.8
		Carbón, lignítico y turba	20.2%	3.7
Resto de exportaciones	17,8% [4,6]	Productos químicos	17.4%	1.2
		Alimentos, bebidas y tabaco sin café	16.4%	0.9

*Se registraron importantes crecimientos anuales de las ventas externas de este grupo de bienes hacia Otros destinos, Ecuador y Asia (46,5, 35,1% y 30,4%, respectivamente).

Fuente: DANE

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 abril el 94,1% de este grupo.

Importaciones de bienes

14. El valor de las importaciones declaradas en mayo creció 21,1% frente al mismo mes de 2017, explicado especialmente por el grupo de bienes intermedios que aportaron 11,1 pp a la variación total (**Cuadro 3**). En lo corrido del año, la expansión de las importaciones fue de 6,0%.
15. En el grupo de Bienes de capital, en mayo todos los rubros contribuyeron positivamente a la variación, excepto por el de bienes de capital para agricultura que restó 0,1 pp. Es importante señalar que las compras externas de equipo de transporte se expandieron 62,9%, tras contraerse el mes anterior.
16. Por su parte, en las compras externas de materias primas se destacan aquellas destinadas para la industria y la agricultura, las cuales crecieron anualmente 34,4% y 23,6%. En lo corrido del año, estas se expanden 12% y 8,7%, respectivamente.

Cuadro 3. Comportamiento de las importaciones en dólares

IMPORTACIONES				
Mayo 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 importaciones	21,1%			
Bienes de capital	24,4% [7,6]	Equipo de transporte	62.9%	4.3
		Materiales de construcción	12.8%	2.6
Materias primas	24,3% [11,1]	Materias primas para la industria	34.4%	11.1
		Materias primas para la agricultura	23.6%	1.1
Bienes de consumo	10,3% [2,4]	Bienes de consumo duradero	6.8%	0.7
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	21.6%	0.6
		Bienes de consumo no duradero	13.3%	1.6
		Productos alimenticios	28.6%	1.1
Acumulado Enero-Mayo de 2018				
Total importaciones	6,0%			
Bienes de capital	6,4% [2,0]	Bienes de capital para la industria	11.7%	2.2
		Materiales de construcción	6.3%	0.2
Materias primas	5,3% [2,5]	Materias primas para la industria	12.0%	4.0
		Materias primas para la agricultura	8.7%	0.4
Bienes de consumo	6,8% [1,5]	Bienes de consumo no duradero	10.9%	1.3
		Productos alimenticios	8.6%	0.4
		Productos farmacéuticos y de tocador	7.4%	0.3
		Bienes de consumo duradero	2.2%	0.2
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	25.0%	0.5

Fuente: DANE

Balanza de Pagos

17. 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 3,2% del PIB (USD 11.151 m) en el escenario central,

con un rango entre 2,9% y 3,5% 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.

18. Aunque el déficit en cuenta corriente como proporción del PIB proyectado para 2018 (3,2%) es menor al observado en 2017 (3,3%), las actuales proyecciones implicarían un incremento en dólares por USD 714 m (**Cuadro 4**). El menor déficit comercial de bienes y los mayores ingresos por transferencias corrientes contribuirían a la reducción del déficit externo. Por el contrario, se espera una ampliación de la renta factorial y un nivel similar del déficit de servicios no factoriales.
19. Para las exportaciones de bienes se estima un crecimiento anual de 15,7% 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 10,8%, tasa mayor a la observada en 2017.
20. El déficit de servicios se estima para 2018 en niveles similares a los de 2017. Por el lado de los egresos, estos aumentarían debido principalmente al mayor gasto por viajes de colombianos al exterior, 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.
21. 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.
22. Un factor adicional que contribuiría a la reducción del 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	2019
		Central	Central
CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)	-10.437	-11.151	-11.833
<i>Porcentaje del PIB</i>	-3,3	-3,2	-3,2
A. Bienes	-4.759	-3.366	-5.613
a. Exportaciones	39.482	45.674	47.651
Principales	27.319	32.029	32.127
Resto de exportaciones	12.163	13.645	15.524
b. Importaciones	44.241	49.040	53.264
B. Servicios no factoriales	-4.184	-4.196	-3.692
a. Exportaciones	8.342	9.476	10.275
b. Importaciones	12.525	13.673	13.967
C. Renta de los Factores	-8.089	-10.882	-10.593
D. Transferencias corrientes	6.594	7.293	8.066
<i>Memoitem:</i>			
Neto sector minero y petrolero (a-b) ¹	17.661	20.875	20.783
a. Exportaciones	20.803	25.821	25.416
b. Utilidades renta de factores	3.142	4.946	4.633

¹ Incluye petróleo y sus derivados, carbón y ferroniquel.

23. 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 (**Cuadro 5**). No obstante, los flujos por inversión extranjera directa en Colombia (IED) registrarían una caída anual de 8,4% (**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 12,3%, impulsados en buena parte por las inversiones destinadas al sector minero y petrolero.
24. 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	2019
		Central	Central
Cuenta Financiera (A + B + C + D)	-9.831	-11.151	-11.833
Porcentaje del PIB	-3,1%	-3,2%	-3,2%
A. Inversión directa (ii-i)	-10.235	-8.653	-8.976
i. Extranjera en Colombia (IED)	13.924	12.756	13.369
ii. Colombiana en el exterior	3.690	4.103	4.392
B. Inversión de Cartera (i+ii)	-1.597	-219	-844
i. Sector público (a-b)	-7.250	-3.303	-1.860
a) Activos	-555	3.262	-140
b) Pasivos	6.695	6.565	1.720
ii. Sector privado	5.653	3.084	1.016
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	1.455	-2.867	-2.974
D. Activos de reserva	545	587	961
Errores y omisiones (E Y O)	606	0	0

25. 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 (**Cuadro 4**). Adicionalmente, se espera un menor déficit por servicios no factoriales y un nivel levemente menor de la renta factorial. De esta manera, el déficit en cuenta corriente proyectado para 2019 en el escenario central es de USD 11.833 m (3,2% del PIB).
26. 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

27. La información disponible para el segundo trimestre del año sugiere que el crecimiento del PIB sería levemente inferior al observado en los primeros tres meses. El efecto negativo del choque de inversión no se habría revertido totalmente durante este período, mientras que el positivo del choque del consumo público se habría disipado parcialmente.
28. La serie desestacionalizada y corregida por efectos calendario del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE confirma lo anterior. Este indicador creció a un ritmo de 2,4% anual en mayo, mayor que el 1,4% de abril. Así, el bimestre se expandió 1,9% anual, cifra menor que la observada para el agregado

de los primeros tres meses de 2018 (3,0%). Los crecimientos para la serie del ISE original (sin correcciones) fueron 2,4% y 3,0% para mayo y el bimestre abril-mayo, respectivamente (2,2% del agregado de 2018T1).

29. En este contexto, el escenario central contempla que durante el segundo trimestre la demanda interna (medida como la suma del consumo total más la inversión total) se habría acelerado, esto por un mejor desempeño del consumo privado y por una menor caída de la inversión. La demanda externa, por su parte, habría contribuido positivamente a la expansión del PIB, aunque menos que en 2018T1.
30. Según las cifras de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas minoristas (sin combustibles) de mayo crecieron 6,6% anual. El agregado del bimestre abril-mayo registró una expansión de 6,8% anual, lo que implica una aceleración frente al 5,9% del primer trimestre del año.
31. Al excluir las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 6,5% anual durante el mismo mes. Para el bimestre el crecimiento fue de 5,7% anual, lo que también significó un mejor comportamiento con respecto al 4,8% del trimestre anterior.
32. De acuerdo con la misma encuesta, el índice de ventas de vehículos de mayo aumentó 7,7% anual. Para el bimestre la cifra fue de 13,0%, similar al registro del primer trimestre (13,2%). Un comportamiento similar sugiere la serie de registros de matrículas publicada por FENALCO.
33. Adicionalmente, otros indicadores que apoyan la recuperación estimada del consumo de los hogares son el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) publicado por FEDESARROLLO y el balance de ventas de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República. En particular, el ICC continuó mostrando una tendencia de recuperación, y su nivel fue superior al registro de meses anteriores. Luego de tres años, el ICC se ubicó por encima de su promedio calculado desde noviembre de 2001.
34. Con respecto a la Formación Bruta de Capital, las series de importaciones de bienes de capital (en pesos constantes) y la serie desestacionalizada del balance de expectativas de inversión de la EMEE sugieren que este rubro del PIB habría caído, aunque en menor magnitud que lo observado en el primer trimestre.
35. En materia de comercio exterior, se prevé una expansión de las exportaciones reales, mientras que las importaciones habrían registrado caídas (aunque de menor magnitud que las observadas un trimestre atrás). En el primer caso, se proyecta un buen desempeño de las ventas de bienes no tradicionales y de las exportaciones de servicios.
36. Por el lado de la oferta, el comercio, la industria, el sector petrolero y la producción cafetera presentaron desempeños favorables, mientras que los indicadores relacionados con la construcción mostraron retrocesos.
37. En mayo la producción industrial total (IPI) creció 2,9%. Al excluir la refinación, las manufacturas restantes presentaron un crecimiento de 4,2%. Para el agregado

- del bimestre abril-mayo, la serie del IPI desestacionalizada y ajustada por efectos calendario creció 4,9% según el DANE.
38. La demanda de energía registró una expansión anual de 3,7% en junio. La tendencia muestra una pendiente positiva. Los componentes regulado y no regulado crecieron 3,3% y 5,0%, respectivamente.
 39. La producción de petróleo en junio se situó en 864 mbd, con lo cual se registró una expansión anual de 0,9%. Con esto, el nivel promedio del segundo trimestre (865 mbd.) creció 1,2% anual, y fue superior al del primer trimestre (847 mbd).
 40. Por otro lado, de acuerdo con la federación de cafeteros, en junio la producción de café se situó en 1.087.000 de sacos, lo que representó un aumento de 3,6%. Durante el primer semestre, la producción creció 2,6% anual.
 41. En contraste, las licencias para vivienda presentaron un retroceso en mayo (-5,3%). También lo hicieron la producción y los despachos de cemento, al caer 1,5% y 1,6% durante este mismo mes, respectivamente.
 42. En cuanto al mercado laboral, las series desestacionalizadas con corte a mayo muestran estabilidad en la tasa de desempleo (TD) nacional y una leve disminución en la TD de trece áreas. En ambos dominios geográficos continúa la tendencia creciente en el número de ocupados, siendo ésta más pronunciada en el caso de las zonas urbanas. Para el trimestre móvil terminado en mayo, las series desestacionalizadas para las trece áreas metropolitanas más importantes registran incrementos en el empleo no asalariado e informal mayores que los respectivos crecimientos del empleo asalariado y formal.
 43. Con lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República prevé un crecimiento del PIB del segundo trimestre de 2018 de 2,6% anual, contenido en un rango de pronóstico de entre 2,0% y 3,0%.
 44. Con respecto a las proyecciones de crecimiento del PIB para todo 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 más estrecho: entre 2,0% y 3,2% (vs. 2,0% 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.
 45. Dado el mayor crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales frente a lo registrado en 2017, se espera una contribución positiva de la demanda externa a la expansión del PIB. Adicionalmente, el aumento en los pronósticos de precios internacionales de materias primas permitiría un incremento mayor del nivel de términos de intercambio que el contemplado en el informe anterior. Asimismo, el nivel del déficit en cuenta corriente para 2018 se ampliaría levemente en dólares con respecto al registro de 2017. Esto supone una mayor entrada de recursos al país que coincidiría con la expansión de la demanda interna.

46. Por el lado del gasto, se prevé que el consumo privado se expanda a un ritmo mayor que en 2017. Este rubro debería resultar favorecido por la reducción de la inflación, el aumento de la confianza, y por la reducción de las tasas de interés de mercado. En contraste, se revisó a la baja el crecimiento del consumo público para 2018, acorde con los supuestos del marco fiscal de mediano plazo (MFMP). Este supuesto también estaría en línea con el ajuste esperado en las cuentas fiscales del Gobierno Nacional Central (GNC) para cumplir con el déficit permitido por la regla fiscal.
47. Con respecto a la inversión, para 2018 se prevé un crecimiento nulo para el componente de obras civiles, al tiempo que la construcción de edificaciones se contraerá. En el primer caso, el pronóstico del equipo técnico supone que el choque observado en los primeros tres meses del año solo se disiparía plenamente a partir de la segunda mitad del año, esto en la medida que los retrasos en los cierres financieros que han afectado la inversión en esos proyectos se superen. En el segundo, se espera que continúe el escaso dinamismo de la demanda y los excesos de oferta en el sector de edificaciones no residenciales.
48. El mal desempeño de la formación bruta de capital en construcción no sería compensado por el comportamiento esperado para la inversión en bienes de capital. En este sentido, se espera que el crecimiento de este subcomponente del PIB gane dinamismo lentamente durante la segunda mitad del año, en la medida que los mayores precios internacionales del crudo incentiven la inversión del sector petrolero y la reducción de la carga tributaria a las firmas contemplada en la Reforma Tributaria (a través de la eliminación del impuesto a la riqueza, la reducción del impuesto de renta, la devolución del IVA para compra de maquinaria, entre otras) estimule el gasto en este tipo de bienes.
49. 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 de las exportaciones de bienes no tradicionales y de servicios. Las importaciones, registrarían tasas de crecimiento positivas, aunque bajas. Esto en relación con el bajo desempeño que se espera en buena parte de la inversión.
50. Por el lado sectorial, para 2018 se prevé que las ramas más dinámicas sean las actividades financieras y de seguros y el sector de información y comunicaciones. La industria dejaría de caer este año, previsión basada en el buen comportamiento de este sector durante los primeros cinco meses del año. Por su parte, la minería presentaría una caída menor que la del año anterior, fundamentada principalmente en una mayor producción de petróleo. En el caso de la construcción, este sector profundizaría su caída en 2018 debido a la persistencia del mal desempeño de la construcción de edificaciones y al casi nulo crecimiento de las obras civiles durante este año. Finalmente, para el sector agropecuario se proyecta un

crecimiento más moderado que el del año anterior, explicado por una menor expansión de los cultivos y la ganadería.

IV. Comportamiento de la inflación y precios

51. En junio, la inflación anual al consumidor se situó en 3,20%, tan solo 4 puntos base (pb) más que el resultado de mayo y significativamente por debajo de la cifra de finales del año pasado (4,09%). En los últimos cuatro meses la inflación anual ha mostrado estabilidad, oscilando entre 3,1% y 3,2 %, levemente por encima de la inflación objetivo (Cuadro 6). Por su parte, la inflación año corrido se situó en 2,47% al cierre del primer semestre, cifra inferior a la observada en igual período del año pasado (3,35%). La variación mensual del IPC en junio fue de 0,15%, nivel por debajo de lo estimado por el mercado (0,18%) y por el equipo técnico del Banco de la República.
52. La caída de la inflación anual entre diciembre y junio se concentró en los segmentos transable y no transable (sin alimentos ni regulados -sinar-) del IPC, y en menor magnitud, en las comidas fuera del hogar (**Cuadro 6**).
53. En junio específicamente, el pequeño repunte de la inflación anual obedeció a las presiones al alza de los transables sinar, combustibles y alimentos en general.
54. El promedio de los indicadores de inflación básica en junio cayó 10 pb con respecto a mayo y 133 pb con respecto a diciembre, cerrando el primer semestre en 3,33%. El nivel de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República fue inferior al observado en mayo. Solamente el IPC sin alimentos primarios, combustibles y Ss. Ps. (2,71%) se situó por debajo de la meta de inflación (3,0%), mientras el IPC sin alimentos (3,81%) mantuvo el nivel más alto.

Cuadro 6

Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A junio 2018

Descripción	Ponderación							Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración año corrido
		dic-16	dic-17	mar-18	abr-18	may-18	jun-18		
Total	100	5.75	4.09	3.14	3.13	3.16	3.20	100.00	100.00
Sin alimentos	71.79	5.14	5.01	4.05	3.80	3.85	3.81	-65.84	93.48
Transables	26.00	5.31	3.79	1.80	1.51	1.58	1.83	141.14	51.45
No transables	30.52	4.85	5.49	4.76	4.59	4.57	4.27	-217.45	41.84
Regulados	15.26	5.44	5.86	6.01	5.65	5.79	5.82	10.47	0.19
Alimentos	28.21	7.22	1.92	0.98	1.52	1.50	1.74	165.84	6.52
Perecederos	3.88	-6.63	5.84	7.13	8.98	7.75	8.47	70.12	-13.73
Procesados	16.26	10.74	-0.91	-2.01	-1.59	-1.15	-0.91	93.69	-0.46
CFH	8.07	8.54	5.21	3.32	3.40	3.12	3.13	2.04	20.71
Indicadores de inflación básica									
Sin Alimentos		5.14	5.01	4.05	3.80	3.85	3.81		
Núcleo 20		6.18	4.87	4.04	3.72	3.79	3.58		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		6.03	4.02	2.99	2.77	2.80	2.71		
Inflación sin alimentos ni regulados		5.05	4.76	3.49	3.27	3.29	3.23		
Promedio indicadores inflación básica		5.60	4.66	3.64	3.39	3.43	3.33		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

55. Dentro del IPC sin alimentos, en junio se registraron presiones al alza originadas en los transables y los regulados (especialmente por combustibles). La variación anual del IPC de transables ha aumentado levemente en los dos últimos meses (a 1,83% en junio) interrumpiendo la tendencia decreciente que se observó en los primeros cuatro meses del año cuando se desvaneció el choque por el aumento del IVA. El incremento reciente se explica por el alza en los pasajes aéreos y en los servicios de telefonía. En caso de pasajes aéreos es posible que el paro de servicios aéreos de finales del año pasado haya seguido teniendo repercusiones en los precios de los tiquetes, a lo que se estaría sumando el aumento del precio internacional del petróleo en meses anteriores y la depreciación reciente del peso.
56. La variación anual del IPC de regulados ha elevado su nivel en los dos últimos meses (de 5,65% en abril a 5,82% en junio), lo que refleja principalmente el reajuste en el precio interno de los combustibles (la variación anual de este rubro se situó en 8,47% en junio frente a 6,49% un mes atrás). Este rubro ha sido jalonado por el aumento en el precio internacional del petróleo.
57. En contraste durante junio, tanto servicios públicos (pasaron de 6,21% en mayo a 5,73% en junio) como transporte (de 5,03% a 4,93%) ejercieron presiones bajistas sobre el IPC. Hacia los próximos meses es improbable que se presenten nuevamente presiones a la baja en estos rubros. Al respecto conviene señalar que se acaba de anunciar un ajuste en las tarifas de aseo de Bogotá. Adicionalmente, existen presiones al alza contenidas, especialmente en las tarifas del acueducto, por cuenta de inversiones en la ampliación de cobertura que vienen impulsando el IPC de este rubro. También, está a la espera el ajuste en el servicio de taxi, mientras se resuelve la difícil implementación de la nueva plataforma tecnológica de cobro.
58. En contraste con transables y regulados, la variación anual de no transables sin alimentos ni regulados continuó cayendo en junio (a 4,27% desde de 4,57% en mayo). Se completaron así seis meses de descenso en este indicador, comportamiento que se observa en sus principales componentes. En junio, de nuevo el IPC de arriendos se ajustó a la baja, como ha sucedido desde comienzos de año (de 4,28% en diciembre de 2017 a 3,67% en mayo y a 3,61% en junio). Asimismo, se presentaron descensos en el segmento Indexados (de 5,87% en mayo a 5,76% en junio), en los afectados por el tipo de cambio (de 4,74% a 3,61%) y en Resto (de 7,18% a 4,14%).
59. La inflación anual de alimentos repuntó de 1,50% en mayo a 1,74% en junio. Esta presión alcista se concentró en los alimentos perecederos (de 7,75% a 8,47%) y en los procesados (de -1,15% a -0,91%). Es importante aclarar que la disponibilidad de alimentos ha sido amplia a lo largo del semestre y la tendencia ascendente de la inflación anual de alimentos en los últimos cuatro meses es consecuencia, especialmente, de una base de comparación estadística baja, aunque también se han registrado algunas presiones alcistas provenientes del tipo de cambio y de

- algunos precios internacionales. El IPC de comidas fuera del hogar volvió a mostrar una variación anual baja (3,13%).
60. El ajuste anual en los costos no laborales, aproximados por el IPP total oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), completó tres meses consecutivos aumentando (el último mes pasó 2,81% a 3,08%). El avance de la inflación anual al productor en junio se explica por el componente local (de 3,91% de mayo a 4,37% en junio), mientras el importado se contrajo (de 0,25% a 0,11%).
 61. Los costos laborales, por su parte, continuaron estables en junio. Los salarios de la construcción de vivienda (3,8%) y la pesada (3,7%) no han presentado cambios de importancia en los últimos cuatro meses. Con cifras a mayo cayeron los salarios de comercio (de 6,7% en abril a 5,7% en mayo) y los de la industria (de 7,2% a 6,3%). No se espera, para el resto del año, presiones alcistas adicionales sobre los salarios, dada la holgura actual con que viene operando el mercado laboral. Cabe señalar que los pronósticos de la TD urbana la ubican por encima de las estimaciones de la NAIRU para 2018, lo cual sería compatible con bajas presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral para lo que resta de este año.
 62. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de julio), las expectativas de inflación a diciembre de este año (3,37%) y las de doce meses adelante (3,32%) no presentaron cambios de importancia. Sin embargo, sí aumentaron ligeramente las expectativas a 24 meses (de 3,21% en junio a 3,27% en julio), así como las de diciembre de 2019 (de 3,30% a 3,33%). Además, según la última encuesta de expectativas trimestrales (julio de 2018), el mercado espera que la inflación anual en diciembre de 2018 finalice en 3,52%, la de doce meses en 3,45% y la de veinticuatro meses en 3,46%.
 63. 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 25 de julio), disminuyó 8 pb, 8 pb y 5 pb para la estimación a 2, 3 y 5 años, mientras que aumentó 7 pb para la estimación a 10 años, respectivamente. El BEI promedio en lo corrido de julio se ubica en 3,01%, 3,18%, 3,40% y 3,62% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente.
 64. Utilizando la curva Forward Break-Even Inflation (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2018 es de 4,02% (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 3,41%, 3,60% y 3,72%, respectivamente.