



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

Informe de política monetaria



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

Informe de política monetaria

Subgerencia de Estudios Económicos

FEBRERO DE 2018

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. La información disponible muestra que en lo corrido de 2018 la recuperación del crecimiento económico de los socios comerciales continúa.
2. El PIB de los Estados Unidos fue revisado a la baja a 2,5% anual en el cuarto trimestre, frente a un 2,6% estimado anteriormente. Esta expansión sigue estando cimentada en la demanda interna. Por su parte, la zona del euro (ZE) registró un crecimiento del cuarto trimestre de 2.7% anual.
3. En términos de precios, la inflación en los Estados Unidos se mantiene ligeramente por encima del 2%, registrando en febrero un 2,2% anual. En contraste, las diferentes medidas de inflación básica continúan por debajo del 2%. De hecho, la medida preferida por la Fed, el deflactor implícito del consumo mostró una expansión de 1,7% anual en enero.
4. En el caso de la ZE, la inflación total disminuyó en febrero, situándose en 1,2% cuando en enero había registrado un 1,3% anual. Excluyendo energía y alimentos no-procesados, la variación anual se habría mantenido en 1,2%, el mismo nivel de enero.
5. El gobierno de China fijó la meta de crecimiento para 2018 en 6,5%, cifra similar a la observada para el año completo 2017. Cabe señalar que esta economía habría crecido 6,8% anual durante el cuarto trimestre de 2017.
6. En América Latina, la información del crecimiento del PIB para el cuarto trimestre muestra una leve desaceleración en México y Perú. Por otro lado, en Brasil se continúa observando una recuperación importante.
7. Los términos de intercambio de Colombia a diciembre continúan mostrando una recuperación, explicada principalmente por los mayores precios del petróleo.
8. Aunque en el último mes se ha observado alguna reducción de los precios internacionales del petróleo, luego del importante repunte de inicio de año, estos continúan en niveles superiores a los observados durante 2017.

a. Escenarios de crecimiento externo

Escenario central o más probable (Cuadro 1)

9. En este informe se revisó un poco al alza el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales del país, frente a lo presentado en el informe trimestral anterior. 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.
10. El crecimiento de los Estados Unidos se revisó ligeramente al alza para el 2018, pues sus indicadores económicos han resultado ser mejores que los anticipados anteriormente. Adicionalmente, el consumo continuaría estimulando la economía, sustentado en las mejoras del mercado laboral.
 11. En los Estados Unidos, las mejores perspectivas de crecimiento y la aparición de señales de presiones inflacionarias llevar a que en el escenario central se contemplen cuatro incrementos de la tasa de interés de política de la Reserva Federal (Fed) durante 2018. Esto implica una senda mayor que la pronosticada en el informe anterior. Así, esta pasaría del rango actual (1,25-1,50) 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.
 12. El crecimiento de la Zona Euro (ZE) se revisó al alza para 2018, lo cual está fundamentado en datos recientes mejores que los esperados.
 13. 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.
 14. En América Latina el crecimiento para 2018 se revisó al alza en tres de los países monitoreados por el equipo técnico: Brasil, Ecuador y Chile. Por el contrario, se redujo para Perú y Venezuela.
 15. Aunque para 2019 se anticipa alguna desaceleración en las economías avanzadas y en China, esta sería compensada en parte por el mejor desempeño en las economías latinoamericanas.
 16. En esta ocasión, el balance de riesgos se encuentra equilibrado. La probabilidad de que algunos de los riesgos se materialicen ha disminuido con respecto al informe anterior. Aquellos que podrían afectar negativamente el crecimiento son:
 - a. Una corrección a la baja de los mercados financieros que afecte negativamente la estabilidad financiera global.
 - b. No se descarta la implementación de políticas comerciales que afecten negativamente el crecimiento, en particular en los Estados Unidos. Este riesgo sería más agudo durante el 2019, debido a que en ese año finalizaría el término para negociar el Brexit de dos años y a que los efectos de cualquier renegociación del NAFTA se verían principalmente en ese año.

Los riesgos al alza serían:

- c. Podría darse en los Estados Unidos un paquete de gasto en infraestructura que impulse el crecimiento económico en el corto plazo.
17. Dadas las mejores perspectivas de crecimiento económico mundial, se proyecta un precio promedio del petróleo de USD 62 por barril (referencia Brent) para 2018 y uno de USD 60 para 2019. Estos niveles son superiores al promedio observado en 2017 (USD 54,8). No obstante, el pronóstico esperado para 2018 implica una reducción del precio frente a los altos niveles registrados al inicio de año por las siguientes razones:
- a. 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.
 - b. La erosión gradual de los acuerdos de la OPEP.

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	2,0	2,5	3,0	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	1,0	2,5	3,8	1,0	2,7	4,0
	1,0	2,4	3,4	-	-	-
Ecuador	0,5	2,0	3,5	0,0	1,5	3,0
	0,0	1,5	2,5	-	-	-
Venezuela	-10,0	-6,0	-2,0	-6,0	-2,0	2,0
	-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	1,5	2,8	3,5	1,0	3,0	4,0
	1,4	2,7	3,4	-	-	-
Socios Comerciales	2,5			2,6		
Socios Comerciales (sin Venezuela)	1,5	2,5	3,2	-	-	-
Socios Comerciales	2,9			2,7		
Socios Comerciales (sin Venezuela)	1,8	2,8	3,4	-	-	-

En negro el pronóstico actual

En rojo el pronóstico del informe trimestral anterior

II. Comercio exterior y Balanza de pagos

Exportaciones de bienes

18. En enero de 2018, el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 14,6%, 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 exportaciones¹ (**Cuadro 2**). Se destaca la contribución del carbón, con incrementos importantes en su precio y sus cantidades.

19. Las exportaciones asociadas al grupo Resto se expandieron 22,4%. Por su parte, el grupo agrícola (20,1%) creció soportado principalmente en el banano y las flores.

Cuadro 2. Comportamiento de las exportaciones en dólares²

Enero 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	14,6%			
Bienes de origen agrícola	20,1% [2,7]	Banano	50,0%	1,0
		Flores	30,9%	1,0
Bienes de origen minero	10,4% [6,5]	Carbón, lignítico y turba	56,9%	8,7
		Ferroníquel	190,9%	1,0
Resto de exportaciones*	22,4% [5,4]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	35,8%	1,7
		Productos químicos	19,1%	1,3
Acumulado Enero-Diciembre de 2017				
Total exportaciones	19,1%			
Bienes de origen agrícola	4,0% [0,6]	Café (sin tostar)	4,0%	0,3
		Flores	6,7%	0,3
Bienes de origen minero	30,6% [16,7]	Carbón, lignítico y turba	59,3%	8,7
		Petróleo crudo	25,4%	7,0
Resto de exportaciones	5,9% [1,8]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	14,9%	0,9
		Minerales no metálicos y metales básicos	20,3%	0,5

20. En cuanto al año completo 2017, las exportaciones totales en dólares se expandieron 19,1%. Este resultado se explica principalmente por una mejora en el índice precios de 18,6%, mientras que el índice de cantidades creció 0,8%. La mejora en los precios se da en los tres grupos de bienes, aunque con alta concentración en los de origen minero, con una variación de 28,7% anual.
21. Al desagregar por sus componentes, se destaca el aumento en las ventas externas de los bienes de origen minero (30,6%). Por su parte, el grupo resto de exportaciones creció 5,9% anual, manteniendo sus variaciones anuales en terreno positivo por séptimo mes consecutivo, luego de más de tres años de cifras negativas (desde enero de 2014 hasta mayo de 2017, exceptuando enero del presente año).
22. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en febrero las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un incremento anual de 7,7%.

Importaciones de bienes

23. En 2017, las importaciones totales crecieron 2,6%, soportadas por aumentos de los bienes de capital y de las materias primas. Este resultado se explica por un

¹ Excluye petróleo y sus derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano y flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. Las exportaciones de manufacturas representaron en enero el 93,8% de este grupo.

² Se registraron importantes crecimientos anuales de las ventas externas de este grupo de bienes hacia el resto de la Aladi, Ecuador y los Estados Unidos (34,0%, 37,5% y 8,7% respectivamente).

incremento de 1,2% y 1,4% del índice de cantidades y el de precios. Lo anterior indicaría que a pesar de que el aumento de las importaciones se debe a un efecto conjunto, es más relevante el aporte de los precios, que se concentra en los bienes intermedios (**Cuadro 3**).

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
Acumulado Enero-Diciembre de 2017				
Total importaciones	2.6%			
Bienes de capital	4.6% [1,4]	Otro equipo fijo (para la industria)	11.5%	0.7
		Partes y accesorios de equipo de transporte	7.1%	0.3
Materias primas	2.9% [1,3]	Productos mineros	8.1%	0.7
		Productos químicos y farmacéuticos	4.7%	0.7
Bienes de consumo	-0,2% [-0,1]	Bienes de consumo no duradero	0.8%	0.1
		Vestuario y otras confecciones textiles	17.2%	0.2
		Otros bienes de consumo no duradero	4.1%	0.1
		Bienes de consumo duradero	-1.4%	-0.2
		Vehículos de transporte particular	-6.7%	-0.4
		Armas y equipo militar	-28.1%	0.0
IMPORTACIONES				
Enero 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	10,4%			
Bienes de capital	10,5% [3,2]	Equipo fijo de transporte	70,3%	0,1
		Herramientas	36,4%	0,2
Materias primas	14,8% [6,7]	Para la agricultura	27,8%	1,0
		Para la industria	13,8%	4,2
Bienes de consumo	1,8% [0,4]	Bienes de consumo no duradero	9,0%	1,0
		Bebidas	69,7%	0,4
		Bienes de consumo duradero	-6,2%	-0,6
		Vehículos de transporte particular	-24,7%	-1,5

24. En enero de 2018, el valor en dólares de las importaciones CIF creció 10,4% frente al mismo mes del 2017 explicado por un crecimiento anual en los tres grupos de bienes. Las importaciones de bienes intermedios fueron las que más crecieron (14,8%) y aportaron en el mes, donde se destaca el aumento de importaciones de materias primas para la agricultura (27,8%).
25. En cuanto a los bienes de consumo, en enero las compras externas de bienes de consumo no duradero crecieron 9,0% y las de consumo duradero se contrajeron 6,2% en términos anuales. La mayor contracción anual, nuevamente se observa en las importaciones de vehículos (24,7%) que explica la mayor parte del resultado del conjunto de los bienes de consumo duradero. En el grupo de importaciones de bienes de consumo no duradero, en términos anuales se destaca la variación positiva en las compras externas de vestuario y bebidas (34,5% y 69,7% respectivamente).
26. De acuerdo al avance de comercio exterior de la DIAN, en febrero las importaciones CIF registraron un crecimiento anual de 0,4%.

27. En 2017, la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 10.359 m (3,3% del PIB) (**Cuadro 4**), inferior al de un año atrás cuando se ubicó en USD 12.129 m (4,3% del PIB). Es de anotar que el valor del déficit corriente fue menor al estimado y presentado por el equipo técnico en el informe trimestral hace tres meses (3,5% del PIB, USD 10.901 m).
28. El menor déficit en 2017 se explicó por el crecimiento de los ingresos (USD 7.386 m, 13,8%), en especial por el aumento de las exportaciones de bienes. Lo anterior más que compensó el incremento de los egresos (USD 5.616 m, 8,6%), el cual estuvo asociado a las mayores utilidades de las empresas del sector minero-energético con inversión extranjera directa (IED), al crecimiento de las importaciones de bienes y servicios, y al mayor pago de intereses de la deuda externa.
29. Con los resultados a diciembre de 2017 y con la información disponible para lo corrido del primer trimestre, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2018 es de 3,1% del PIB (USD 10.187 m) en el escenario central, con déficit de 2,7% para el escenario de bajo crecimiento y de 3,5% para el escenario alto. Estos resultados están asociados con los escenarios de contexto internacional presentados en la sección anterior. 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.
30. El déficit en cuenta corriente proyectado para 2018 (3,1%) es menor al observado en 2017 (3,3%, USD 10.359 m). Dicha corrección se explica, principalmente, por el menor déficit comercial de bienes (**Cuadro 4**). Adicional a esto, los mayores ingresos por transferencias corrientes seguirían contribuyendo positivamente al cierre del desbalance externo. Por el contrario, se espera una ampliación del déficit de servicios no factoriales y de la renta factorial.
31. Para las exportaciones de bienes se estima un crecimiento anual de 9,2% 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 4,8%, tasa mayor a la observada en 2017.
32. El déficit de servicios se estima para 2018 en niveles superiores a los de 2017. Por el lado de egresos, estos aumentarían debido al mayor gasto por viajes de colombianos en el 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 los mayores ingresos de turismo, en línea con la mejora del crecimiento mundial en un contexto de tasa de cambio favorable para los extranjeros.

33. 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 a los mayores pagos por intereses de la deuda externa. También se prevé una mejora de las utilidades de las empresas que operan en sectores diferentes del minero-energético, coherente con el mayor crecimiento esperado de la economía.
34. 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	-10.187	173
Porcentaje del PIB	-3,3	-3,1	0,3
A. Bienes	-4.766	-3.235	1.531
a. Exportaciones	39.474	43.113	3.638
Principales	27.313	30.060	2.747
Resto de exportaciones	12.161	13.052	891
b. Importaciones	44.241	46.348	2.107
B. Servicios no factoriales	-4.111	-4.728	-617
a. Exportaciones	8.326	9.105	779
b. Importaciones	12.438	13.833	1.396
C. Renta de los Factores	-8.167	-9.521	-1.354
D. Transferencias corrientes	6.685	7.298	612
<i>Memoitem:</i>			
Neto sector minero y petrolero (a-b) ¹	17.751	19.547	1.796
a. Exportaciones	20.798	23.367	2.569
b. Utilidades renta de factores	3.047	3.820	773

¹ Incluye petróleo y sus derivados, carbón y ferróniquel.

35. 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 9,8% (**Cuadro 5**). Esto se explicaría por el efecto base de los recursos recibidos por empresas del sector de comunicaciones. Es importante señalar que descontando dicho efecto, estos aumentarían 9,6%.
36. 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 y un menor 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	-10.187	-493
Porcentaje del PIB	-3,1%	-3,1%	0,1%
A. Inversión directa (ii-i)	-10.828	-9.100	1.728
i. Extranjera en Colombia (IED)	14.518	13.094	-1.424
ii. Colombiana en el exterior	3.690	3.994	304
B. Inversión de Cartera	-1.577	1.919	3.495
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	2.166	-3.682	-5.849
D. Activos de reserva	545	677	132
Errores y omisiones (E Y O)	665	0	

III. Crecimiento, demanda interna y crédito

37. La actividad económica registró una expansión anual de 1,6% para el cuarto trimestre de 2017, algo por debajo de lo proyectado por el equipo técnico del Banco de la República (1,8%). Este resultado significó un incremento del PIB entre trimestres de 0,3%, lo que corresponde a un anualizado de 1,1%. Aunque el equipo técnico proyectaba una desaceleración por la alta base de comparación en igual periodo de 2016, el resultado final estuvo por debajo de lo estimado por cuenta de la presencia de choques de oferta no anticipados en el sector transportador y en la actividad agrícola, sumados a una demanda algo menos dinámica que la esperada. En este contexto, la demanda interna se expandió 1,3%, una desaceleración con respecto al crecimiento de 2,1% registrado para el tercer trimestre.
38. Pese a la sorpresa a la baja en el dato del cuarto trimestre de 2017, el crecimiento del PIB para el año completo (2017) fue de 1,8%, algo mayor que el 1,6% pronosticado por el equipo técnico en el anterior *Informe sobre Inflación*. Es importante mencionar que el DANE revisó al alza de manera importante los resultados de trimestres anteriores. Con estas revisiones, los resultados publicados aún apuntan a que la desaceleración de la economía colombiana tocó fondo entre 2016 y 2017.
39. El resultado de crecimiento del PIB para todo 2017 se dio en un contexto de un mejor desempeño de la demanda externa, de condiciones financieras favorables en el plano internacional, y de mayores términos de intercambio, en especial por mayores precios del petróleo y del carbón. Todo lo anterior, sumado a un crecimiento moderado de la absorción, permitieron una corrección adicional del desbalance externo frente al observado en 2016.
40. En efecto, al desagregar por componentes, la demanda interna creció 1,6% anual para el agregado de 2017. Este resultado significó una aceleración con respecto a lo observado en 2016 (**Cuadro 6**), cuando la absorción se expandió apenas 0,5%. El consumo total mostró una aceleración de 1,7% en 2016 a 2,2% en 2017, que se explica principalmente por el desempeño del consumo público. Por su parte, la

inversión dejó de caer, y las importaciones no se contrajeron como ocurrió en el pasado. Para el caso de las exportaciones reales, aunque se registró una leve caída, su desempeño mejoró cuando se compara con lo observado en 2016.

Cuadro 6. Resultados de crecimiento del PIB por el lado de la Demanda

	2016	2017				2017
	Año completo	I. Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año completo
Consumo Total	1.7%	2.0%	2.3%	2.9%	1.6%	2.2%
Consumo de Hogares	1.5%	1.6%	2.0%	2.5%	0.9%	1.7%
Bienes no durables	2.2%	1.1%	2.0%	2.9%	2.0%	2.0%
Bienes semidurables	0.8%	-3.6%	-3.3%	-1.5%	-1.0%	-2.4%
Bienes durables	-1.0%	7.1%	-1.7%	6.7%	-8.2%	0.7%
Servicios	2.6%	2.7%	2.6%	1.9%	1.1%	2.1%
Consumo Final del Gobierno	2.4%	3.8%	3.5%	4.4%	4.2%	4.0%
Formación Bruta de Capital	-3.3%	-0.9%	0.7%	0.0%	0.5%	0.1%
Formación Bruta de Capital Fijo	-2.7%	-1.7%	1.5%	0.3%	0.3%	0.1%
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	6.0%	1.9%	-4.9%	-2.2%	3.4%	-0.5%
Maquinaria y equipo	-8.2%	-0.9%	4.3%	6.7%	4.5%	3.6%
Equipo de transporte	-31.3%	-3.6%	-2.1%	-0.2%	-13.1%	-5.0%
Construcción y edificaciones	6.4%	-8.0%	-8.2%	-15.9%	-13.1%	-11.3%
Obras civiles	-0.4%	3.5%	7.2%	9.1%	8.7%	7.1%
Servicios	-2.7%	-3.1%	1.4%	0.9%	4.2%	0.8%
Demanda interna	0.5%	1.4%	1.8%	2.1%	1.3%	1.6%
Exportaciones Totales	-1.2%	-5.9%	2.6%	5.0%	-3.8%	-0.6%
Importaciones Totales	-7.3%	-1.1%	4.4%	1.9%	-4.0%	0.2%
Producto Interno Bruto	2.0%	1.5%	1.7%	2.3%	1.6%	1.8%

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

41. Por ramas de actividad, los sectores que más crecieron durante 2017 fueron la agricultura (4,9%) y los servicios financieros (3,8%). Por el contrario, la minería (-3,6%) fue la rama que mostró la mayor contracción, seguida de industria (-1,0%), construcción (-0,7%) y transporte (-0,1%) (**Cuadro 7**).
42. En ese entorno para 2017 el PIB de las actividades transables mostró una expansión de 0,5%, similar a la registrada un año atrás (0,4%). Sin embargo, al excluir la minería, el PIB de dichas actividades creció 1,3% (frente a 2,2% en 2016). Adicionalmente, el PIB de las ramas no transables también mostró una desaceleración de 3,1% en 2016 a 2,6% en 2017.

Cuadro 7. Resultados de crecimiento del PIB por el lado de la Oferta

Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

Rama de actividad	2016	2017				2017
	Año completo	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Año completo
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1.6%	8.6%	4.0%	6.3%	1.0%	4.9%
Explotación de minas y canteras	-7.0%	-8.5%	-4.9%	-1.0%	0.5%	-3.6%
Industria manufacturera	3.4%	1.2%	-3.1%	-0.9%	-1.4%	-1.0%
Electricidad, gas y agua	-0.8%	-1.1%	1.4%	2.0%	2.3%	1.1%
Construcción	4.5%	-1.4%	0.9%	-1.8%	-0.6%	-0.7%
Edificaciones	6.0%	-7.1%	-7.6%	-14.7%	-12.4%	-10.4%
Obras Civiles	2.6%	3.4%	7.2%	9.1%	8.7%	7.1%
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2.6%	0.4%	1.9%	2.2%	0.3%	1.2%
Transporte, almacenamiento y comunicación	0.6%	-0.6%	0.8%	0.5%	-1.0%	-0.1%
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4.4%	3.9%	3.9%	4.0%	3.4%	3.8%
Servicios sociales, comunales y personales	2.0%	3.2%	3.3%	3.6%	3.7%	3.4%
Subtotal Valor agregado	2.2%	1.4%	1.4%	2.0%	1.3%	1.5%
Impuestos menos subsidios	0.6%	2.5%	3.9%	5.2%	3.9%	3.9%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	2.0%	1.5%	1.7%	2.3%	1.6%	1.8%

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

43. La información para el primer trimestre de 2018 es aún escasa para definir un pronóstico de la dinámica del PIB de este período. No obstante, las tendencias recientes de los indicadores disponibles permiten prever que el crecimiento de la actividad económica se aceleraría, aunque mostrando tasas menores a los de su nivel potencial.
44. Los resultados de los pocos indicadores coyunturales del primer trimestre apoyan lo anterior. En principio, según la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en enero las ventas totales del comercio minorista (sin combustibles) aumentaron 6,7% frente al mismo período de 2017. Esta cifra representó una aceleración significativa cuando se compara frente a lo observado para el agregado del cuarto trimestre del año pasado (-2,4%). Al descontar las ventas de vehículos y combustibles, el agregado restante se expandió 3,9% anual en el mismo mes (vs. 0,2% para 2017-T4).
45. Por su parte, el índice de ventas de vehículos automotores de la misma encuesta registró una expansión de 26,0% anual en enero, lo que representó una aceleración con respecto a la caída de 15,8% del agregado del cuarto trimestre de 2017. Los registros tanto del nivel de la serie como de la tasa de crecimiento anual fueron significativamente más altos que los observados a lo largo del año pasado.
46. En dirección similar apuntan los resultados de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República. Con cifras a enero, el balance desestacionalizado de ventas sugiere una recuperación de la dinámica del consumo privado durante dicho mes.
47. En lo que respecta al mercado laboral, este comenzó el año con pocos cambios respecto a su situación al cierre del año anterior. Las series desestacionalizadas para la tasa de desempleo a nivel nacional y de las trece áreas metropolitanas más importantes, con corte a enero, no presentaron movimientos relevantes. Con ello la TD urbana aún sigue mostrando una tendencia creciente. En este último

dominio geográfico persiste el estancamiento del empleo. También para las trece áreas, con información al trimestre móvil terminado en enero, las series desestacionalizadas muestran una caída leve en el empleo asalariado y un aumento en el número de ocupados no asalariados e informales con respecto a las cifras del mes anterior.

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. No obstante, el ajuste de los salarios nominales del comercio se moderó significativamente en enero.
49. Con respecto a la formación bruta de capital, la información a enero de las cifras de importaciones de bienes de capital del DANE (llevadas a pesos constantes), y las cifras a febrero del boletín de comercio exterior de la DIAN, permite prever un mejor desempeño del renglón de la inversión distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles. La recuperación se daría tanto por el rubro de maquinaria para la industria como por el de equipo de transporte. La serie desestacionalizada de la serie de expectativas de inversión de la EMEE de enero confirma lo anterior, pues en dicho mes, el balance dejó de caer.
50. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles muestran algunas disparidades. Mientras que el comercio, la industria y el sector petrolero mostraron expansiones, la producción cafetera registró un deterioro adicional.
51. En enero la producción industrial total (IPI) creció 1,0%. Al excluir la refinación, las manufacturas restantes presentaron una contracción de 0,2%. El ítem de refinación de petróleo se expandió 5,8%.
52. De acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo, el indicador de confianza de los industriales en enero mostró una mejora importante frente a los meses anteriores. La tendencia también sugiere una recuperación.
53. La producción de petróleo en enero se situó en 860 mbd, con lo cual se registró una expansión anual de 0,6%. No obstante, el nivel cayó frente al promedio del cuarto trimestre de 2017 (862mdb).
54. La demanda de energía registró una expansión anual de 3,5% en enero. La tendencia muestra una pendiente positiva. El componente regulado y no regulado crecieron 3,8% y 3,1%, respectivamente.
55. En contraste, de acuerdo con la federación de cafeteros, la producción de café se situó en 1.131.000 de sacos en enero, lo que representó una caída de 11%. Según los expertos del gremio, se espera una caída en el primer semestre cercana al 3%.
56. En este entorno, el pronóstico del equipo técnico se mantiene inalterado para el crecimiento económico de 2018. Así las cosas, se estima que el PIB crezca 2,7%. Este estimativo supone que las condiciones de financiamiento internacional, los precios de los bienes básicos (*commodities*) y la demanda de socios comerciales sean favorables para la expansión del PIB de Colombia durante 2018. Adicionalmente, factores internos como el descenso de la inflación, una tasa de

interés expansiva y un mercado laboral sin muchas variaciones permitirían reforzar el proceso de convergencia hacia el crecimiento potencial. Asimismo, las proyecciones suponen un importante dinamismo de las obras civiles.

IV. Comportamiento de la inflación y precios

57. La inflación anual en febrero de 2018 fue 3,37%, inferior en 31p.b. al registro de enero y 72 pb menor al dato de diciembre de 2017. Se completaron así tres meses consecutivos de descenso (**Cuadro 8**).
58. La variación mensual en febrero fue de 0,71%, nivel inferior al pronóstico del mercado (0,77%) y a la esperada por el equipo técnico del Banco. Los resultados del primer bimestre de 2018 estuvieron por debajo de lo esperado en el informe trimestral de diciembre, lo que está explicado por menores ajustes en los precios de los alimentos frente a los previstos. Adicionalmente, también ayudó el comportamiento de los bienes y servicios transables (sin alimentos ni regulados).
59. La caída de la inflación anual entre diciembre y febrero fue liderada por alimentos, aunque también presionaron a la baja los componentes transable y no transable de la canasta familiar. La única sub canasta principal del IPC que ejerció presiones alcistas fue la de regulados.
60. El indicador de inflación básica, medido como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, se redujo en los dos primeros meses del año, situándose en febrero en 3,96% (frente a 4,66% de diciembre y 4,36% de enero). Dicho indicador retomó la tendencia decreciente que se había interrumpido en noviembre y diciembre pasados.
61. Todos los indicadores de inflación básica mostraron disminuciones en los dos primeros meses de este año. El IPC sin alimentos ni regulados fue el que más cayó (de 4,76% en diciembre a 3,91% en febrero), mientras el IPC sin alimentos (de 5,01% a 4,40%) fue el que presentó la mayor tasa de crecimiento. El IPC sin alimentos primarios, combustibles y Ss. Ps. pasó de 4,02% a 3,26% y el IPC núcleo 20 de 4,87% a 4,27%, entre diciembre y febrero, respectivamente.

Cuadro 8

Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A febrero 2018

Descripción	Ponderación	dic-16	dic-17	ene-18	feb-18	Participación en porcentaje en la desaceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración año corrido
Total	100	5.75	4.09	3.68	3.37	100.00	100.00
Sin alimentos	71.79	5.14	5.01	4.61	4.40	46.31	59.78
Transables	26.00	5.31	3.79	3.16	2.50	49.16	42.14
No transables	30.52	4.85	5.49	5.37	4.95	39.13	23.02
Arriendos	18.59	4.06	4.28	4.27	4.05	14.21	6.94
Indexados	8.14	6.16	6.96	6.80	6.18	12.18	7.61
Afectados por tipo de cambio	2.29	5.66	5.72	5.45	5.65	-1.97	0.05
Resto	1.51	5.79	10.88	9.86	7.21	14.71	8.43
Regulados	15.26	5.44	5.86	5.27	6.14	-41.98	-5.39
Servicios públicos	6.31	6.08	5.39	4.11	4.83	-15.74	5.99
Combustible	2.91	1.83	9.94	7.79	9.38	-11.14	1.75
Transporte	6.04	6.06	4.92	5.69	6.46	-15.11	-13.13
Alimentos	28.21	7.22	1.92	1.49	0.94	53.69	40.22
Perecederos	3.88	-6.63	5.84	6.50	5.86	9.12	-1.05
Procesados	16.26	10.74	-0.91	-1.27	-1.81	28.54	20.37
CFH	8.07	8.54	5.21	4.05	3.51	16.04	20.90
Indicadores de inflación básica							
Sin Alimentos		5.14	5.01	4.61	4.40		
Núcleo 20		6.18	4.87	4.72	4.27		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		6.03	4.02	3.68	3.26		
Inflación sin alimentos ni regulados		5.05	4.76	4.42	3.91		
Promedio indicadores inflación básica		5.60	4.66	4.36	3.96		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

62. Dentro del IPC sin alimentos, la reducción más significativa se observó en el IPC de transables (sin alimentos ni regulados), al pasar de 2,35% en diciembre a 1,79% en enero y a 1,39% en febrero. Esta reducción, como se había anticipado, está asociada con la disolución del choque por aumento del IVA y otros impuestos indirectos de comienzos del año pasado. A ello se estaría sumando el desempeño de la demanda interna por debajo de su promedio histórico y la apreciación del tipo de cambio en lo corrido del año. Respecto a esto último, es posible que el lento crecimiento de la demanda haya acelerado, en esta oportunidad, la transmisión de la apreciación a los precios al consumidor. La variación anual de transables se redujo pese a las presiones alcistas que siguieron presentándose en el rubro de pasajes aéreos (10,0% en febrero), las cuales podrían ser consecuencia de varios factores como la huelga que afectó al sector de transporte aéreo en septiembre y octubre del año pasado y el aumento en el precio de los combustibles.
63. La variación anual del componente no transables sin alimentos ni regulados también disminuyó (de 5,49% en diciembre a 4,95% en febrero), siendo la subcanasta Resto (que incluye boletas de fútbol) la que más retrocedió (de 10,88% a 7,21%). Por su parte, el sub grupo de indexados pasó de 6,96% a 6,18% y arriendos de 4,28% a 4,05%. En el caso de indexados, que incluye servicios de educación y salud, el descenso fue menor que el anticipado (promedio 2010-2014: 5,06%). Es posible que el aumento del salario mínimo en cerca de 6,0% para este año haya incidido en ajustes de precios como los de matrículas y pensiones escolares, los cuales se reajustaron a tasas anuales superiores al 7,0% en febrero.

Los aumentos de precios para este y otros rubros similares observados en el primer bimestre muy probablemente se mantendrán el resto del año por lo que lo que la variación anual de no transables debería mantenerse significativamente por encima del 4,0% a lo largo de lo que resta de 2018.

64. En contraste, la variación anual de regulados aumentó a 6,14% en febrero, luego de situarse en 5,86% en diciembre. En el bimestre, la variación del IPC de transporte urbano fue la que más aumentó reflejando el reajuste en las tarifas efectuado en Bogotá. Adicionalmente, en febrero se reportaron incrementos en el rubro de combustibles (9,38% frente a 7,79% un mes atrás), al incorporar un incremento de 128 pesos en el precio del galón de gasolina decretado por las autoridades del sector en dicho mes.
65. Respecto al IPC de alimentos, su variación anual se redujo desde 1,92% en diciembre a 0,94% en febrero. La amplia oferta de alimentos, en los últimos meses, explica este comportamiento. La caída de la inflación anual de alimentos fue generalizada, pero se destaca el caso de comidas fuera del hogar que cayó por debajo del 4% en febrero, por primera vez en varios trimestres.
66. Cabe señalar que en la actualidad se presenta un fenómeno de La Niña de intensidad débil, el cual, puede haber contribuido a mantener una oferta abundante de un gran número de alimentos perecederos. Dicho fenómeno ya se empezó a debilitar y las condiciones climáticas deberán normalizarse hacia el segundo trimestre de este año.
67. Los costos no laborales, aproximados por el IPP total oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), presentan ajustes bajos que no deberían poner en riesgo la convergencia de la inflación a su meta. El IPP regresó en febrero (1,86%) a los niveles de diciembre pasado (1,85%).
68. Los costos laborales continuaron presentando comportamientos mixtos y se vienen ajustando a tasas por encima de la meta de inflación. El cambio anual de los salarios del comercio a enero fue de 4,2% (disminuyendo respecto del dato de diciembre (5,5%)), mientras que los de la industria cerraron diciembre en 5,7%. Por su parte, los ajustes salariales en la construcción de vivienda en enero (6,1%) tendieron a aumentar con respecto a diciembre (5,9%). En el caso de la construcción pesada, dichos ajustes se mantuvieron estables (4,2%). Dada la actual holgura del mercado laboral, no se esperan presiones alcistas sobre los salarios en los próximos meses.
69. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de marzo), las expectativas de inflación a diciembre de este año se situaron en 3,35%, nivel inferior a las registradas en febrero (3,42%). Por su parte, las expectativas a doce meses adelante disminuyeron de 3,35% en febrero a 3,29% en marzo. Algo similar ocurrió en las de veinticuatro meses (de 3,29% a 3,28%). Por su parte, en la última encuesta de expectativas trimestrales (de enero de 2018), el mercado espera

que la inflación anual en diciembre de 2018 termine en 3,83% y la de diciembre de 2019 en 3,80%.

70. Desde la última reunión de la JDBR y con información al 14 de marzo, se observa que la inflación implícita (Breakeven Inflation, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR en promedio aumentó 2 p.b, 1 p.b, 3 p.b y 8 p.b para la estimación a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta forma, el BEI promedio en lo corrido de marzo se ubica en 3,58%, 3,52%, 3,51% y 3,67% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente.
71. Dado que la inflación acumulada a febrero se ubicó en 1,34% y el BEI para lo restante del año anualizado es 2,94%, la estimación de la inflación para 2018 derivada de la curva Forward Breakeven Inflation (FBEI) es de 4,32%, superior al 3,92% estimado en febrero. Las estimaciones de la inflación anual para los años 2019, 2020 y 2021, utilizando la FBEI, se situaron en 3,42%, 3,42% y 3,48%, respectivamente.