



# 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**

AGOSTO DE 2018

## Informe de Política Monetaria - septiembre de 2018

### I. Contexto externo

*Según lo esperado, la demanda externa de Colombia se sigue recuperando, principalmente por la mejor dinámica de la absorción en las economías avanzadas. Los términos de intercambio siguen mejorando e impulsan el ingreso nacional. Las condiciones financieras para varias economías emergentes se han deteriorado, en parte por sus debilidades macroeconómicas, en un entorno de normalización de la política monetaria en algunos países avanzados y de recientes disputas comerciales. Las primas de riesgo de Colombia no han registrado cambios importantes y el peso se ha depreciado levemente.*

1. En los últimos meses el contexto externo se ha caracterizado por un aumento en las tensiones financieras en los mercados emergentes, con efectos importantes sobre algunos países de la región que se juzgan como más vulnerables. Como resultado, se han observado unos menores flujos de capitales hacia estas economías que han tenido impactos de diversa magnitud sobre sus monedas.
2. El origen de esta situación se relaciona, en parte, con las expectativas de aumento de las tasas de interés en las economías avanzadas, en especial en los Estados Unidos, en donde los resultados positivos de crecimiento de los últimos meses han aumentado la probabilidad de que surjan presiones inflacionarias.
3. En el caso de Colombia, los anteriores hechos se han reflejado en una depreciación moderada de la tasa de cambio. No obstante, no se ha observado un aumento significativo de las primas de riesgo país. Lo anterior se ha dado junto con unos aumentos en el precio del petróleo, que han contribuido a mejorar los términos de intercambio y el ingreso nacional. En efecto, el precio del petróleo (referencia *Brent*) se ha sostenido en niveles por encima de los USD70 por barril e incluso se ha acercado a los USD80 en las últimas semanas. Así, para lo corrido de 2018 hasta el 18 de septiembre, el precio promedio, ha sido 72,35 dólares por barril.
4. Con respecto a la demanda externa, la información disponible muestra que en los últimos meses la recuperación del crecimiento económico de los socios comerciales continúa mostrando pocos cambios frente a lo observado a julio.
5. Al segundo trimestre, la economía de los Estados Unidos mantenía una senda de crecimiento sólida, soportada en un consumo robusto que sigue favorecido por una confianza e ingreso de los hogares relativamente altos, por un mercado laboral fuerte, y por las tasas de interés bajas. A lo anterior se suma la buena dinámica de la inversión y de las exportaciones, aunque esto último puede ser el resultado del anticipo de restricciones adicionales al comercio.
6. El crecimiento de la economía china se moderó ligeramente en el segundo trimestre como resultado de un menor crecimiento de la inversión y de las exportaciones. En América Latina, las economías de México, Perú y Chile mejoraron su desempeño en el segundo trimestre, pero las de Brasil y Argentina están presentando deterioros, en parte asociados con la mayor turbulencia en los mercados financieros.
7. En este entorno, las condiciones de financiamiento externo del país siguen siendo relativamente favorables. Las tasas de interés en dólares de los créditos externos otorgados a

los agentes privados han aumentado, pero mantienen niveles que se pueden calificar como históricamente bajos.

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

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

8. En este informe no se esperan cambios sustanciales en las tendencias de crecimiento de los socios comerciales del país para el resto del año y se sigue esperando se mantenga para 2019. Esto último gracias a un mejor desempeño de varias de las economías de la región. Para EEUU y la zona euro, en 2019 se proyecta una desaceleración gradual hacia tasas de crecimiento más cercanas a sus potenciales, en línea con unas políticas monetarias que tenderán a ser menos expansivas.
9. En particular, el pronóstico central de crecimiento de los socios comerciales del país (sin Venezuela) para 2018 es de 2,8%, similar a lo presentado en el informe de junio. Esta cifra es superior a las registradas en los dos años anteriores (2,6% en 2017 y 1,6% en 2016). Para 2019 se proyecta un crecimiento de 2,8% (ver Cuadro 1).
10. En EEUU la inflación, aunque en niveles aún moderados, ha seguido ganando terreno lentamente. Por ello se espera que la Fed siga con su estrategia de incremento gradual de tasas. Para este informe se contemplan un incremento adicional en la tasa de interés de la Fed en lo que resta de 2018. Así, esta pasaría del rango actual (2,0%-2,25%) al de 2,25% a 2,5% hacia finales del año. Para 2019 se prevén dos nuevos incrementos de 25 puntos base (pb) cada uno. A lo anterior se sumaría el programa de reducción en la hoja de balance, que se continuaría cumpliendo de acuerdo con lo anunciado.
11. En este informe se aumentó el pronóstico del precio del petróleo para lo que resta de 2018 y para 2019. Así, para el promedio del presente año se espera un precio de USD 72 por barril (*Brent*) y uno de USD 68 para 2019. Se sigue previendo una disminución del precio hacia finales de este año y en 2019 que se explicaría por el deterioro gradual de los acuerdos de la OPEP, por el aumento de la producción en EEUU y por un menor crecimiento de la demanda mundial.
12. En los últimos meses han aumentado los riesgos de un deterioro del panorama externo, lo cual incrementa la incertidumbre del anterior escenario central de pronóstico. En primer lugar, no se puede descartar un efecto negativo sobre el crecimiento mundial por la adopción reciente de medidas proteccionistas en EEUU o el anuncio de barreras adicionales al comercio. También existe un riesgo de un contagio mayor sobre Colombia en caso de que se incremente el estrés financiero que experimentan algunas economías emergentes especialmente vulnerables (Turquía, Brasil, Argentina, entre otras). A lo anterior se suma el riesgo de que la Fed realice mayores y/o incrementos más rápidos en su tasa de referencia que lo contemplado en el escenario central. De igual manera, en la economía de China aún se observan altos niveles de apalancamiento, lo que puede conducir a un enfriamiento de esa economía más rápido que el esperado, y con consecuencias adversas sobre el crecimiento mundial y los precios de las materias primas. Finalmente, persisten riesgos políticos y comerciales por cuenta del *Brexit* y de la relación comercial entre EEUU y Canadá, entre otros.

13. Un factor positivo para Colombia sería el de un precio del petróleo mayor que el esperado en el escenario central. La persistencia de los precios internacionales del petróleo en niveles por encima de los 75 dólares en los últimos dos meses ha estado ligada a reducciones de la oferta por parte de las sanciones impuestas a Irán y de la caída en la producción de Venezuela.

**Cuadro 1: Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales y precios de algunos commodities**

País o región	2018			2019		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	2,6	2,9	3,1	1,4	2,4	3,4
	2,1	2,8	3,2	1,4	2,4	3,4
Zona Euro	1,9	2,1	2,3	0,8	1,9	2,4
	2,0	2,2	2,5	1,0	2,0	2,6
China	6,3	6,5	6,7	5,6	6,3	6,9
	6,2	6,6	6,8	5,6	6,4	7,0
Brasil	1,0	1,5	2,0	1,0	2,6	3,5
	1,6	2,1	2,6	1,0	2,7	3,5
Ecuador	1,0	1,8	2,6	0,0	1,5	3,0
	0,5	1,8	3,0	0,0	1,5	3,0
Venezuela	-16,0	-12,0	-8,0	-8,0	-5,0	0,0
	-10,0	-9,0	-6,0	-7,0	-4,0	-1,0
Perú	3,2	3,8	4,2	2,0	3,8	4,3
	2,7	3,5	4,0	2,0	3,8	4,3
México	1,7	2,2	2,7	1,0	2,3	3,5
	1,5	2,2	3,0	1,0	2,3	3,5
Chile	3,1	3,7	4,1	2,5	3,5	4,5
	2,8	3,5	3,8	2,0	3,3	4,0
Pronóstico socios comerciales	1,7	2,3	2,7	1,3	2,5	3,4
	1,8	2,4	3,0	1,4	2,6	3,4
Pronóstico socios comerciales (Sin Venezuela)	2,4	2,8	3,1	1,7	2,8	3,5
	2,3	2,9	3,4	1,7	2,8	3,6

Bien	2017	2018			2019		
	Observado	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
Petróleo (Brent)	54,79	69	72	74	60	68	76
		68	71	76	57	67	77
Carbón	70,32	77	81	86	60	75	85
		75	79	86	60	75	85
Café	1,52	1,32	1,36	1,40	1,2	1,40	1,60
		1,30	1,40	1,50	1,20	1,45	1,80
Oro	1.258	1.340	1.290	1.240	1.500	1.280	1.100
		1.400	1.320	1.200	1.600	1.300	1.100

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

## II. Comercio exterior y Balanza de pagos

La mejora en los términos de intercambio del país ha contribuido a la reducción en el déficit comercial de bienes. En particular, en lo corrido del año a julio, las exportaciones aumentaron 14,9% y las importaciones 8,2% respectivamente. La corrección del balance externo en la cuenta corriente se detuvo y su nivel se mantiene por encima de las estimaciones de cuenta corriente sostenible.

### Exportaciones de bienes

14. En julio de 2018, el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 16,2%, soportado por aumentos en el grupo de bienes de origen minero. En este sector, las ventas externas de todos los rubros, excepto el oro, aumentaron en el mes, en cabeza de petróleo crudo y refinación. El carbón volvió a mostrar un buen comportamiento, aportando 2,2 puntos porcentuales (pp) a la variación del mes. (Cuadro 2).

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

EXPORTACIONES				
Julio 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
<b>Total exportaciones</b>	16.2%			
<b>Bienes de origen agrícola</b>	-5.4 [-0,7]	Café (sin tostar) Banano	-29.5% 6.4%	-2.1 0.1
<b>Bienes de origen minero</b>	32,4% [18,4]	Petróleo crudo Refinación del petróleo y otros	42.8% 66.2%	11.7 2.7
<b>Resto de exportaciones*</b>	-5,1% [-1,6]	Vehículos automotores y otros tipos de transporte Alimentos, bebidas y tabaco sin café	-43.0% -12.9%	-0.8 -0.8
Acumulado Enero-Julio de 2018				
<b>Total exportaciones</b>	14.9%			
<b>Bienes de origen agrícola</b>	-4.9 [-0.7]	Café (sin tostar) Banano	-11.5% -9.8%	-0.8 -0.3
<b>Bienes de origen minero</b>	21,0% [12,3]	Petróleo crudo Carbón, lignítico y turba	24.6% 20.2%	7.2 3.6
<b>Resto de exportaciones</b>	12,3% [3,4]	Productos químicos Vehículos automotores y otros tipos de transporte	10.5% 37.4%	0.8 0.5

Fuente: DANE

15. En cuanto a la variación de enero a julio, las exportaciones totales mostraron un crecimiento anual de 14,9%, explicado por el aumento de las ventas externas de los bienes de origen minero (21,0%) seguidas del resto de exportaciones (12,3%). El grupo de bienes de origen agrícola se contrajo 4,9% en términos anuales.

16. En lo corrido del año, el valor de las exportaciones creció explicado por mejoras en los precios, reflejadas en un aumento anual de 17,7% del índice de precios que fue parcialmente

compensado por la caída de 2,5% del índice de cantidades. La mejora en los precios en términos anuales, se dio en el grupo de bienes de origen minero (30,0%) que contrarrestaron la caída de los de origen agrícola y del resto de exportaciones (-7,4% y -0,4% respectivamente).

### Importaciones de bienes

17. El valor de las importaciones declaradas en julio creció 15,9% frente al mismo mes de 2017, explicado por el repunte de las importaciones de todos los grupos de bienes, en especial de los intermedios que aportaron 9,3 pp a la variación total. Se destaca el aumento de las compras externas de materias primas para la industria, las cuales crecieron 23,8% en términos anuales. (Cuadro 3)
18. De enero a julio, las importaciones totales crecieron 8,2% en términos anuales, apoyadas en aumentos en los tres grupos de bienes. El mayor crecimiento se observó en las compras externas de materias primas, las cuales explican 4,2 pp de la variación total.
19. El incremento de las importaciones totales de enero a julio de 2018 se explica por un incremento de 6,3% en el índice de precios y de 1,9% del índice de cantidades.

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

IMPORTACIONES				
Julio 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
<b>Total importaciones</b>	15,9%			
<b>Bienes de capital</b>	11,8% [3,6]	Equipo de transporte	33.7%	2.3
		Bienes de capital para la industria	3.8%	0.8
<b>Materias primas</b>	20,3% [9,3]	Materias primas para la industria	23.8%	7.9
		Materias primas para la agricultura	66.7%	2.0
<b>Bienes de consumo</b>	12,8% [3,0]	<b>Bienes de consumo duradero</b>	<b>17.4%</b>	<b>1.8</b>
		Vehículos de transporte particular	32.6%	1.6
		<b>Bienes de consumo no duradero</b>	<b>9.2%</b>	<b>1.2</b>
		Productos farmacéuticos y de tocador	13.2%	0.6
Acumulado Enero-Julio de 2018				
<b>Total importaciones</b>	8.2%			
<b>Bienes de capital</b>	7,3% [2,2]	Bienes de capital para la industria	9.8%	1.9
		Materiales de construcción	9.0%	0.3
<b>Materias primas</b>	9,0% [4,2]	Materias primas para la industria	14.4%	4.8
		Materias primas para la agricultura	12.6%	0.5
<b>Bienes de consumo</b>	8,0% [1,8]	<b>Bienes de consumo no duradero</b>	<b>9.8%</b>	<b>1.2</b>
		Productos farmacéuticos y de tocador	9.1%	0.4
		<b>Bienes de consumo duradero</b>	<b>5.9%</b>	<b>0.6</b>
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	20.4%	0.5

Fuente: DANE

## **Balanza Comercial de bienes**

20. Con los resultados anteriores, la balanza comercial en julio mostró un déficit de USD 557 millones (FOB). Esto significa un aumento del déficit de 15,7% con respecto al año anterior.
21. En cuanto al periodo enero-julio, el déficit se ubicó en USD 3.404 millones FOB que se traduce en una reducción de 23,1% frente al mismo periodo de 2017, debido a un crecimiento mayor de las exportaciones (14,9%) que de las importaciones (8,2%).

## **Balanza de Pagos**

22. Con la información disponible para lo corrido del año y el escenario de contexto externo presentado en la sección anterior, la revisión preliminar del pronóstico del déficit en cuenta corriente para 2018 arroja un resultado de 3,3% del PIB en el escenario central. Este comportamiento se explicaría, principalmente, por el menor déficit comercial de bienes y servicios. Adicional a esto, 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.
23. En términos del financiamiento de la cuenta corriente, para 2018 se continúa proyectando que la inversión directa continúe siendo el principal rubro de entradas de capital extranjero. 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, así como menores compras de TES por parte de extranjeros.
24. Para 2019 se prevé un 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. Lo anterior implicaría un mayor déficit comercial de bienes frente a lo previsto para 2018. Adicionalmente, se espera un menor déficit por servicios no factoriales así como por renta factorial. De esta manera, los ejercicios preliminares apuntan a que el déficit en cuenta corriente proyectado para 2019 sería algo superior al estimado para 2018.

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

*En el segundo trimestre de 2018 el crecimiento económico fue similar al estimado. La demanda interna se aceleró, debido a un consumo privado que se viene recuperando gradualmente y por la acumulación de inventarios. El consumo público continúa creciendo por encima de los principales componentes del gasto. El balance comercial neto restó al crecimiento por el mayor incremento de las importaciones, que superó el de las exportaciones. Para el tercer trimestre se estima un crecimiento económico algo superior al registrado en la primera mitad del año.*

25. Los resultados de crecimiento del PIB del segundo trimestre muestran que la economía colombiana creció 2,5% en la serie corregida por estacionalidad y por efectos calendario

(Cuadro 4), similar al dato proyectado por el equipo técnico del Banco de la República en el anterior Informe sobre Inflación (2,6%).

26. En dicho periodo la demanda interna habría presentado un mejor desempeño frente a lo observado en los primeros tres meses del año, en parte por una aceleración del consumo privado que más que compensó el menor ritmo de expansión del público. No obstante, la economía siguió beneficiándose de un choque positivo al consumo público, aunque en menor magnitud que a comienzos de año.
27. Por su parte, la inversión total registró un crecimiento bajo pero positivo, que contrastó con la fuerte caída del primer trimestre. Este resultado se explica principalmente por una mayor acumulación de inventarios. Las exportaciones netas contribuyeron a la desaceleración del PIB. Si bien las exportaciones reportaron una recuperación, esta fue más alta para el caso de las importaciones (Cuadro 4). Cabe señalar que las exportaciones no tradicionales, según estimaciones del equipo técnico, han estado creciendo a tasas positivas relativamente altas.

**Cuadro 4. Resultados de crecimiento del PIB por el lado de la demanda**

	2016	2017				2017	2018	
	Año completo	I. Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año completo	I. Trim.	II Trim.
<b>Consumo Total</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.2%</b>
Consumo de Hogares	1.4%	1.7%	1.7%	2.0%	1.6%	1.8%	2.0%	2.6%
Bienes no durables	-0.4%	0.5%	1.3%	3.3%	2.9%	2.0%	2.6%	3.1%
Bienes semidurables	3.0%	-1.7%	-3.5%	-3.7%	-0.5%	-2.4%	0.6%	2.0%
Bienes durables	-5.9%	0.1%	1.5%	4.7%	-3.2%	0.7%	5.2%	1.8%
Servicios	3.0%	3.0%	2.5%	2.0%	1.7%	2.3%	1.7%	2.5%
Consumo Final del Gobierno	1.8%	2.5%	4.2%	4.8%	4.5%	4.0%	6.4%	4.9%
<b>Formación Bruta de Capital</b>	<b>0.3%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>3.7%</b>	<b>2.8%</b>	<b>0.6%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>0.5%</b>
Formación Bruta de Capital Fijo	-2.7%	0.8%	6.6%	4.4%	1.6%	3.3%	-2.6%	-2.5%
Vivienda	-0.2%	8.6%	7.2%	-0.5%	-9.5%	1.2%	-5.4%	-0.7%
Otros edificios y estructuras	0.0%	2.5%	1.2%	0.5%	-3.0%	0.3%	-5.6%	-3.1%
Maquinaria y equipo	-7.9%	-5.4%	-1.6%	2.0%	-2.6%	-2.0%	1.6%	0.6%
Recursos biológicos cultivados	13.1%	7.9%	-11.1%	-5.0%	7.1%	-0.6%	-2.1%	1.1%
Productos de propiedad intelectual	-8.9%	4.6%	14.7%	18.7%	20.7%	14.6%	7.2%	4.4%
<b>Demanda interna (C+FBK)</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.6%</b>	<b>2.6%</b>
<b>Demanda interna (PIB - X + M)</b>	<b>1.2%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.6%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.9%</b>
<b>Exportaciones Totales</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-4.2%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.4%</b>	<b>-4.1%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>2.6%</b>
<b>Importaciones Totales</b>	<b>-4.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>4.8%</b>
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.5%</b>

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

28. Para el tercer trimestre, con la información preliminar el equipo técnico del Banco de la República estima un crecimiento algo superior a lo observado en el primer semestre. No obstante, prevé que el consumo público seguirá desacelerándose lentamente en dicho período, al tiempo que la inversión, en particular aquella en construcción, continuará mostrando un desempeño poco satisfactorio. El consumo privado mantendría su dinámica gracias al comportamiento reciente del mercado laboral y de la confianza del consumidor.
29. En el mercado laboral, las series desestacionalizadas con corte a julio continúan evidenciando estabilidad en la tasa de desempleo (TD) tanto a nivel nacional como en las trece áreas metropolitanas más importantes, lo que se explica por comportamientos similares en la tasa global de participación (TGP) y la tasa de ocupación (TO). En particular, la TGP y la TO urbanas exhiben variaciones semestrales positivas, lo que muestra un cambio en la tendencia decreciente que habían presentado en los últimos 2 años. En materia de calidad del empleo, se mantienen los crecimientos anuales positivos en el empleo no asalariado e informal. No obstante, el trimestre móvil terminado en julio fue muy favorable en términos de creación de empleo asalariado.

30. Aunque el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo con cifras a agosto mostró una leve disminución, éste se mantiene en niveles relativamente favorables. En particular, el nivel del bimestre julio-agosto (7,2) fue mayor que el observado en 2017 (-14,9) y que el promedio del primer semestre de 2018 (1,6). Las cifras a julio del balance desestacionalizado de ventas de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República señalan que la dinámica del consumo se mantendría.
31. En el caso de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE, las ventas minoristas crecieron 3,6% en julio lo que implicó una desaceleración frente al segundo trimestre (6,8%). Al excluir las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 2,3% frente al mismo mes de 2017. Por último, las ventas de vehículos de julio aumentaron 11,5% anual, un registro un poco más alto que el del agregado del segundo trimestre (10,5%).
32. 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 la inversión en bienes de capital continuaría reportando mejorías en el tercer trimestre.
33. La serie desestacionalizada y corregida por efectos calendario del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE registró un crecimiento anual de 2,1% en julio, menor que el 2,8% de junio y que el 2,2% del agregado del segundo trimestre. Las cifras del ISE original (sin correcciones) revelaron una expansión anual de 1,9% en julio (vs. 2,9% de junio y 2,8% de 2018T1).
34. Por el lado de la oferta, la industria presentó un desempeño favorable. También lo hicieron el comercio y la producción petrolera, aunque sus expansiones fueron más moderadas. Por el contrario, la producción de café y los indicadores relacionados con la construcción registraron caídas.
35. En julio la producción industrial total y sin refinación de petróleo (IPI) crecieron anualmente 3,5% y 3,8%, respectivamente. La refinación de petróleo se expandió 2,1%.
36. En contraste, de acuerdo con la Federación de Cafeteros, la producción de café se situó en 1.155.000 sacos en promedio en el bimestre julio-agosto, lo que representó una caída de 13,4% anual para ese período.
37. De la misma manera, en julio la producción y los despachos de cemento presentaron retrocesos de 5,2% y 4,9%, respectivamente. También lo hicieron las licencias para vivienda, al caer 0,6% durante ese mismo mes.
38. Teniendo en cuenta lo anterior y los resultados de los modelos de pronóstico, se estima preliminarmente un crecimiento de 2,7% para el tercer trimestre de 2018, que sería consistente con una expansión de 2,7% del PIB para todo el año. El estimativo anual supone que las condiciones de financiamiento internacional, los precios de los bienes básicos (*commodities*) y la demanda de socios comerciales sigan siendo 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 una recuperación de las obras civiles durante el segundo semestre del año, con particular relevancia en el último trimestre de 2018.

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

En los últimos meses la inflación se ha mantenido relativamente estable en valores cercanos a la meta. El promedio de los indicadores de inflación básica ha descendido de forma lenta y se mantiene por encima del 3%. Las expectativas de los analistas y las derivadas de los títulos de deuda pública a horizontes de 2,3 y 5 años se encuentran entre 3,3% y 3,4%.

39. En agosto, la inflación anual al consumidor se situó en 3,10%, levemente inferior al registro de julio (3,12%) (Cuadro 5). Se completaron así cinco meses con una inflación estable entre 3,1% y 3,2%, niveles muy cercanos a la meta de inflación. La inflación año corrido se situó en 2,46%, una cifra inferior a la observada en igual período del año pasado (3,44%). La variación mensual fue 0,12%, muy similar a los pronósticos del mercado (0,10%) y del equipo técnico del Banco de la República.
40. El promedio de los indicadores de inflación básica cerró agosto en 3,31%, nivel inferior al registro de julio (3,35%) y diciembre (4,66%). Tres de los cuatro indicadores disminuyeron, siendo el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos el que muestra el nivel más bajo (2,76%) y el IPC sin alimentos el más alto (3,83%).

**Cuadro 5**

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

**A agosto 2018**

Descripción	Ponderación	dic-17	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración año corrido
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>4.09</b>	<b>3.13</b>	<b>3.16</b>	<b>3.20</b>	<b>3.12</b>	<b>3.10</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>71.79</b>	<b>5.01</b>	<b>3.80</b>	<b>3.85</b>	<b>3.81</b>	<b>3.91</b>	<b>3.83</b>	<b>257.77</b>	<b>82.26</b>
Transables	26.00	3.79	1.51	1.58	1.83	1.57	1.67	-114.88	50.02
No transables	30.52	5.49	4.59	4.57	4.27	4.31	4.16	218.71	40.85
Regulados	15.26	5.86	5.65	5.79	5.82	6.60	6.36	153.93	-8.61
<b>Alimentos</b>	<b>28.21</b>	<b>1.92</b>	<b>1.52</b>	<b>1.50</b>	<b>1.74</b>	<b>1.23</b>	<b>1.34</b>	<b>-157.77</b>	<b>17.74</b>
Perecederos	3.88	5.84	8.98	7.75	8.47	5.30	6.10	-159.18	-1.75
Procesados	16.26	-0.91	-1.59	-1.15	-0.91	-1.09	-1.18	69.02	3.84
CFH	8.07	5.21	3.40	3.12	3.13	3.30	3.46	-67.62	15.65
<b>Indicadores de inflación básica</b>									
Sin Alimentos		5.01	3.80	3.85	3.81	3.91	3.83		
Núcleo 20		4.87	3.72	3.79	3.58	3.61	3.54		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		4.02	2.77	2.80	2.71	2.72	2.76		
Inflación sin alimentos ni regulados		4.76	3.27	3.29	3.23	3.14	3.10		
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>		<b>4.66</b>	<b>3.39</b>	<b>3.43</b>	<b>3.33</b>	<b>3.35</b>	<b>3.31</b>		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

41. Dentro del IPC sin alimentos, en agosto se destacan los descensos de la variación anual del IPC de no transables (de 4,31% a 4,16%) y de la de regulados (de 6,60% a 6,36%). Respecto a los no transables, en lo corrido del año se ha observado un descenso de importancia que sugiere escasas presiones de demanda y una indexación de precios que se ha venido moderando, lo que se suma a la disolución del choque del IVA en el primer trimestre. En agosto, dentro de esta sub-canasta sobresale la disminución en la variación anual de arriendos (de 3,62% a 3,52%) y del ítem que contiene las boletas de fútbol (de 5,55% a 4,37%).
42. En regulados, los servicios públicos (de 7,40% a 7,18%) lideraron la caída, en especial por gas, debido a una favorable base de comparación estadística más que a un descenso en sus

tarifas. Es importante destacar que el resto de componentes de regulados mantienen un nivel de ajuste anual muy alto (Combustibles: 7,33% y Transporte: 5,05%).

43. En agosto, las presiones al alza sobre la inflación anual al consumidor se concentraron en el IPC de transables (sin alimentos ni regulados) y en el IPC de alimentos (Cuadro 5). No obstante, en ambos casos las variaciones anuales siguen siendo bajas. En el caso de los alimentos esto ha sido posible por una oferta agropecuaria relativamente abundante, mientras que en transables esto obedecería a la relativa estabilidad del tipo de cambio en lo corrido del año hasta finales de julio. Aún es difícil precisar en qué medida puede estar impactando los precios al consumidor la depreciación reciente, pues los efectos dependerán no solo de su magnitud sino de si esta es de naturaleza permanente o transitoria.
44. En agosto, las presiones de costos seguían estando contenidas de acuerdo con el comportamiento de los precios al productor. El IPP total de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), se mantuvo estable en niveles bajos (2,45%). No obstante, se observó una tendencia alcista en los precios de los importados que estaría relacionada con el aumento reciente del tipo de cambio. Por su parte, de acuerdo con los indicadores disponibles, los ajustes salariales han seguido siendo moderados en la mayoría de casos y en buena parte compatibles con la meta del 3,0%.
45. Las expectativas de inflación no mostraron una tendencia definida en el último mes. Las de analistas, de recolección mensual, aumentaron levemente para diciembre de este año (de 3,20 a 3,23%) y a un horizonte de doce meses (3,35% a 3,37%). Según esta misma encuesta, disminuyeron marginalmente las expectativas para diciembre de 2019 (de 3,32 a 3,30%) y a 24 meses (de 3,28% a 3,18%). Por su parte, aquellas implícitas en los títulos de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI) se situaron en promedio, en lo corrido al 26 de septiembre, en 3,27%, 3,35% y 3,44% a horizontes de 2, 3 y 5 años en su orden. Las mediciones con respecto al promedio de julio aumentaron en 38 pb, 23 pb y 9 pb respectivamente.
46. Utilizando la curva *Forward Break-Even Inflation* (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2018 es de 3,59% (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 3,40%, 3,50% y 3,61%, respectivamente.