



◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 29 de junio de 2018

El 29 de junio de 2018 se llevó a cabo en la ciudad de Bogotá D. C. la reunión ordinaria de la Junta Directiva del Banco de la República con la presencia del ministro de Hacienda y Crédito Público, Mauricio Cárdenas Santamaría, el gerente general, Juan José Echavarría, y los codirectores, Gerardo Hernández Correa, Ana Fernanda Maiguashca Olano, Adolfo Meisel Roca, José Antonio Ocampo Gaviria y Juan Pablo Zárate Perdomo.

A continuación se presenta una síntesis de la visión del equipo técnico del Banco de la República sobre la situación macroeconómica (sección 1) y posteriormente se reseñan las principales discusiones de política consideradas por la Junta Directiva (sección 2).

Un mayor detalle de la situación macroeconómica elaborada por el equipo técnico del Banco de la República se presentará en el *Informe de Política Monetaria*

– Junio de 2018 y en el anexo estadístico¹.

1. Contexto macroeconómico

1. En este informe se mantuvo la proyección del crecimiento promedio para 2018 de algunos de los principales socios comerciales del país, que implica una aceleración frente a 2017. Para 2019 se espera un crecimiento de los socios comerciales similar al proyectado para 2018. Así las cosas, la economía colombiana recibiría un impulso adicional generado por una mayor demanda externa.
2. Se estima que los precios del petróleo y de otras materias primas se sitúen en niveles superiores a los observados en 2017. En particular, en este

¹ Nota de la coordinadora editorial: véase el anexo al final de estas minutas.

informe se revisó al alza el pronóstico del precio promedio del petróleo y se situó en 69 USD por barril para 2018. Esto continuaría impulsando la recuperación de los términos de intercambio de Colombia y los efectos positivos sobre el ingreso nacional.

3. Un cambio importante en el contexto externo frente al informe anterior, ha sido el incremento de la percepción del riesgo de las economías emergentes. No obstante, esto aún no ha comprometido los flujos de capital hacia la mayoría de estas economías.
4. Las proyecciones sugieren que el déficit externo como porcentaje del PIB del país debería continuar corrigiéndose en 2018, como consecuencia de una mejor dinámica de las exportaciones de bienes y el buen comportamiento de las transferencias corrientes. De esta manera, se estima un déficit de la cuenta corriente de 3,1% del PIB en 2018.
5. El equipo técnico estima que la economía colombiana crecería 2,7% en 2018 en el escenario central. Se espera que las condiciones de financiamiento internacional, los precios de los bienes básicos (*commodities*) y la demanda de socios comerciales sean favo-

rables para la expansión del PIB de Colombia en 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.

6. En términos de la inflación, los resultados en los últimos tres meses del año muestran que la variación de los precios se ha mantenido estable, después de un importante descenso los dos primeros meses del año. En particular, en mayo la inflación anual se situó en 3,16%, cifra significativamente menor a la observada en diciembre de 2017 (4,09%). Los descensos se concentraron en las subcanastas de transables (sin alimentos ni regulados) y, en menor medida, en la de no transables (sin alimentos ni regulados) y en la de comidas fuera del hogar.
7. En mayo, el promedio de las cuatro medidas de inflación básica mostró un ligero aumento, ubicándose en 3,43%, después de cuatro meses de descensos continuos. La expectativa de inflación para diciembre de 2018 proveniente de la encuesta mensual a analistas financieros se situó en 3,36%. Las expectati-

vas de los analistas y las derivadas de los títulos de deuda pública a horizontes mayores o iguales a un año se encuentran entre 3% y 3,4%.

En síntesis, para 2018 se espera que la inflación continúe el proceso de convergencia a la meta y que el crecimiento económico muestre un mayor dinamismo en 2018 y 2019. Las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento, deberían consolidar la convergencia de la inflación a la meta y mantener una senda favorable de expansión del PIB. No obstante, la incertidumbre sobre las condiciones externas e internas y sobre la volatilidad del precio del petróleo se mantienen elevadas, todo lo cual podría afectar la dinámica de los precios y de la actividad económica.

2. Discusión y opciones de política

Los directores señalaron como positivo la reducción en la tasa de inflación que se ha presentado a lo largo de 2018, aunque con un freno a su tendencia descendente en los últimos meses. Resaltaron, sin embargo, que existen riesgos en el resto del año asociados a posibles aumentos de los precios de los alimentos, los altos precios del petróleo y sus efectos sobre el precio de la gasolina, y la nueva tendencia a la depreciación del peso.

En materia de actividad económica, señalaron que

la reactivación continúa en curso, aunque es todavía débil y la brecha del producto se sigue ampliando. La reactivación se refleja, en particular, en el crecimiento económico del primer trimestre y en diversos datos, aún incompletos, sobre el segundo. Mostraron, sin embargo, dudas sobre la sostenibilidad de algunos componentes de la demanda, en especial el consumo del Gobierno.

No obstante, estuvieron de acuerdo en que los datos del segundo trimestre hacen pensar que la actividad económica se ha comportado mejor de lo que pronostica el escenario central del equipo técnico el Banco. Para algunos directores, esto indicaría que el crecimiento podría acercarse al 3% durante el presente año. La mayor debilidad es la que sigue presentando el sector de la construcción.

Sobre el sector externo, resaltaron la persistente dinámica de las exportaciones

no petroleras ni mineras y especialmente las manufactureras. Al mismo tiempo, mostraron preocupación por la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, aunque destacando que, hasta ahora, su efecto sobre los flujos de capital y las primas de riesgo del país ha sido muy moderado. Sin embargo, estuvieron de acuerdo que dichas incertidumbres deben tenerse en cuenta en el diseño de la política monetaria.

Discutieron, además, en qué medida las tendencias de los mercados internacionales, en conjunto con la economía colombiana, podrían resultar en aumentos en la tasa de interés real de largo plazo, aunque con diferencias de opinión sobre la magnitud de dicho aumento.

Varios directores resaltaron también que ha sido positivo el freno a la tendencia a la revaluación que se había presentado en meses an-

teriores y que podía poner en riesgo el buen dinamismo que han mostrado las exportaciones no petroleras ni mineras.

En ese contexto, a juicio de todos los miembros, el balance de riesgos entre las tendencias algo menos favorables de la inflación, la recuperación en curso de la actividad económica y las incertidumbres en los mercados internacionales indica que se debe mantener la postura de la política monetaria en esta oportunidad.

3. Decisión de política

La Junta Directiva decidió por unanimidad mantener inalterada la tasa de interés de intervención del Banco de la República en 4,25%. ●

Minutas publicadas en Bogotá D. C., el 9 de julio de 2018.



Anexo 1

I. Contexto externo

1. El contexto externo para Colombia tuvo dos cambios importantes con respecto a lo presentado en abril.
2. El primero de ellos es la persistencia del nivel del precio del petróleo por encima de USD 73 por barril (referencia Brent). En promedio para lo corrido de 2018 hasta el 22 de junio, la cotización se ha ubicado en USD 70,87 por barril. Como resultado, los términos de intercambio de Colombia continúan mostrando una recuperación.
3. El segundo ha sido el incremento de la percepción del riesgo de las economías emergentes. Sin embargo, a la fecha, no se han visto comprometidos los flujos de capital a la mayoría de estos países.
4. Por otra parte, la información disponible muestra que en lo corrido del 2018 la recuperación del crecimiento económico de los socios comerciales continúa.
5. La economía de los Estados Unidos se mantiene en una senda de crecimiento sólida. Un fortalecimiento del mer-

cado laboral, combinado con un mayor ingreso de los hogares, ha favorecido el crecimiento del consumo.

6. Después de la reunión de la Reserva Federal (Fed) del 13 de junio, se anunció un incremento de la tasa de política de 25 puntos básicos, la cual ahora se ubica en el rango entre 1,75 y 2%. El comunicado justificó esta decisión con una expectativa optimista para el empleo y la inflación. Hacia adelante, indicaron la intención de incrementar la tasa en otras dos ocasiones en lo restante de 2018.

a. Escenarios de crecimiento externo Escenario central o más probable (Cuadro 1)

7. En este informe, el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales del país para 2018 (2,5%) mostró pocos cambios frente a lo presentado en marzo. Esta cifra es algo mayor a la estimada para 2017 y significativamente superior a la de 2016. El consumo y la inversión continuarían siendo el motor de crecimiento en las economías avanzadas.

Las economías emergentes tendrían hacia adelante una recuperación, soportada por la mayor demanda de las avanzadas y por mejores términos de intercambio. Para 2019 se anticipa una dinámica de los socios comerciales muy similar a la esperada para 2018.

8. Con respecto a lo presentado en el informe trimestral anterior, se revisaron al alza los pronósticos para Chile y China. En el caso de Brasil, Perú y Venezuela, la revisión fue a la baja. Los demás permanecieron inalterados.
9. En el escenario central, se contemplan dos incrementos adicionales de la tasa de interés de política de la Fed durante 2018. Así, esta pasaría del rango actual (1,75%-2%) al de 2,25% a 2,5% hacia finales de 2018. A lo anterior se sumaría el programa de reducción en la hoja de balance, que se continuaría cumpliendo de acuerdo con lo anunciado.
10. Este escenario no contempla efectos de los aranceles que los Estados Unidos ha impuesto en las últimas semanas a sus socios comerciales, ni efectos de las posibles retaliaciones.

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

País o región	2018			2019		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
Estados Unidos	1,8	2,8	3,4	1,2	2,4	3,4
	2,0	2,8	3,6	1,4	2,4	3,4
Zona del euro	1,7	2,4	2,8	0,8	2,0	2,6
	1,9	2,4	2,9	1,0	2,0	2,6
China	6,0	6,6	6,8	5,6	6,4	7,0
	5,8	6,5	7,0	5,5	6,3	7,0
Brasil	1,0	2,4	3,0	1,0	2,7	3,5
	1,6	2,6	3,6	1,0	2,7	4,0
Ecuador	0,5	1,8	3,0	0,0	1,5	3,0
	0,5	1,8	3,0	0,0	1,5	3,0
Venezuela	(10,0)	(9,0)	(6,0)	(7,0)	(4,0)	(1,0)
	(10,0)	(7,0)	(4,0)	(6,0)	(3,0)	0,0
Perú	2,3	3,5	4,0	2,0	3,8	4,3
	2,6	3,8	4,6	2,5	3,8	4,7
México	1,0	2,2	3,0	1,0	2,3	3,5
	1,3	2,2	3,0	1,0	2,3	3,5
Chile	2,6	3,3	3,6	2,0	3,3	4,0
	1,7	3,0	3,7	1,0	3,0	4,0

Nota: en negro el pronóstico actual. En azul el pronóstico del *informe* trimestral anterior.

Fuente: Banco de la República.

11. Dados los mayores precios del petróleo frente a lo previsto, es razonable pensar que el nivel pronosticado en el informe anterior para el promedio de 2018 (USD 65 por barril) no refleja los datos observados a la fecha.
12. Así, en este informe se espera un precio promedio de USD 69 por barril (referencia Brent) en promedio para 2018 y uno de USD 65 para 2019. Esto implica una disminución del precio en lo que resta de 2018, desde los altos niveles alcanzados en las últimas semanas, cercanos a los USD 75 dólares por barril. Los factores que contribuirían a este descenso son:
- 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.
 - La posibilidad de que la OPEP+ aumente la oferta de crudo.
13. No obstante, la demanda por petróleo de las economías avanzadas y de China sería mayor que la esperada hace un trimestre, lo que contribuye a que el pronóstico del promedio del año sea mayor.
14. Algunos de los riesgos que podrían afectar negativamente el crecimiento de los socios comerciales y, en general, al contexto externo son:
- Una mayor vulnerabilidad de las economías emergentes a las condiciones financieras globales, que desencadene en episodios de estrés financiero.
 - Un incremento de la tasa de la Fed más

- rápido y/o mayor que el esperado, que encarezca el financiamiento externo más allá de lo contemplado en el escenario central.
- iii. Los niveles de apalancamiento continúan representando un riesgo para la estabilidad financiera global. No se puede descartar que este fenómeno conduzca a un crecimiento menor que el esperado.
 - iv. Es posible que los aranceles impuestos por el Gobierno de los Estados Unidos tengan un efecto negativo importante sobre su crecimiento económico y el de sus socios comerciales.
 - v. De nuevo, varios eventos podrían afectar de manera negativa el crecimiento de los socios comerciales del país. Algunos podrían ser: una fallida renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (Naf-ta) y noticias adversas relacionadas con la negociación del *brexít*.
15. El principal riesgo al alza sería:
- i. Un precio de las materias primas (incluido el petróleo) mayor que el esperado en el escenario central.

En este caso, el crecimiento de los socios comerciales del país podría ser mayor que el esperado, lo cual representaría un impulso positivo sobre el crecimiento de Colombia.

II. Comercio exterior y balanza de pagos

Exportaciones de bienes

16. En abril de 2018 el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 38,5%, explicado por aumentos en los tres grupos de bienes, especialmente por las ventas externas de los bienes de origen minero y de los bienes del grupo Resto de exportaciones² (Cuadro 2). Se destaca la contribución del carbón, con incrementos importantes en su precio y sus cantidades.
17. Las ventas externas del grupo resto de exportaciones siguen exhibiendo buenos niveles, este mes presentaron una variación anual de 29,6%, explicando 8,3 pp de la variación total de las exportaciones.

² 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 94,8% de este grupo.

18. Por su parte, el grupo agrícola creció soportado principalmente por las ventas externas de banano y las flores, que más que compensaron la caída de las exportaciones de café.
19. En cuanto a la variación de enero a abril, las exportaciones totales crecieron anualmente 16,6%, explicado, en especial, por el aumento en las ventas externas de los bienes de origen minero (19,8%). El petróleo y el carbón crudo fueron los bienes de mayor aporte en el período.
20. El grupo resto de exportaciones también ha mostrado un comportamiento positivo en lo corrido del año, creciendo 19,7% en términos anuales. Los productos químicos, así como los alimentos, bebidas y tabaco sin café fueron los que más aportaron al crecimiento del sector.
21. En lo corrido del año, el valor de las exportaciones creció, principalmente explicado por mejoras en los precios. La mejora en los precios en términos anuales se dio sobre todo en el grupo de bienes de origen minero.

Importaciones de bienes (Cuadro 3)

22. El valor de las importaciones en abril creció 5,1% frente al mismo

Cuadro 2
Comportamiento de las exportaciones en dólares
(porcentaje)

Abril de 2018				
	Variación anual (contribución)	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la variación anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a variación anual del total
Total exportaciones	38,5			
Bienes de origen agrícola	25,7 [3,3]	Banano	125,9	2,4
		Flores	43,0	1,3
Bienes de origen minero	45,4 [26,9]	Carbón, lignítico y turba	109,1	15,7
		Petróleo crudo	17,2	5,9
Resto exportaciones ^{al}	29,6 [8,3]	Productos químicos	40,7	2,9
		Vehículos automotores y otros tipos de transporte	150,7	1,4
Acumulado Enero-Abril de 2018				
Total exportaciones	16,6			
Bienes de origen agrícola	(2,0) [(0,3)]	Café (sin tostar)	(11,8)	(1,0)
		Banano	8,0	0,2
Bienes de origen minero	19,8 [11,7]	Carbón, lignítico y turba	40,9	6,9
		Petróleo crudo	13,1	4,0
Resto de exportaciones	19,7 [5,1]	Productos químicos	1,4	7,3
		Alimentos, bebidas y tabaco sin café	1,2	5,6

^{al} Se registraron importantes crecimientos anuales de las ventas externas de este grupo de bienes hacia los Estados Unidos, Ecuador y México (39,2,38,1%, y 30,8% respectivamente).
Fuente: DANE.

mes de 2017, explicado por el repunte de las importaciones de bienes de consumo, las cuales se expandieron 25,9% en términos anuales.

23. Las compras externas de materias primas crecieron 1,6%, impulsadas principalmente por mayores importaciones de materias primas para la industria, las cuales fueron parcialmente compensadas por la caída de las de combustibles. El grupo de bienes de capital fue el único que se

contrajo en el mes, explicado por menores compras externas de equipo de transporte.

24. De enero a abril de 2018, las importaciones totales crecieron 2,3% anual, apoyadas en aumentos en los tres grupos de bienes. El mayor crecimiento se observó en las compras externas de bienes de consumo, las cuales explican 1,3 pp de la variación total.

25. El incremento de las importaciones totales en lo corrido de 2018 se explica por un incremento de

5,2% en el índice de precios acompañado de una disminución de 2,6% del índice de cantidades. Se destaca el incremento de los precios de los bienes intermedios y los de capital (7,3% y 6,4%), respectivamente.

26. De acuerdo al avance de comercio exterior de la DIAN, en mayo las importaciones CIF registraron un crecimiento anual de 17,9% soportado principalmente por la expansión de 27,8% del grupo de bienes intermedios.

Cuadro 3
Comportamiento de las importaciones en dólares
(porcentaje)

Abril de 2018				
	Variación anual (contribución)	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la variación anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a la variación anual del total
Total importaciones	5,1			
Bienes de capital	(2,6) [(0,9)]	Equipo de transporte	(48,2)	(6,2)
		Materiales de construcción	12,3	0,0
Materias primas	1,6 [0,7]	Materias primas para la industria	17,3	5,7
		Materias primas para la agricultura	2,4	0,1
		Bienes de consumo duradero	20,8	2,0
Bienes de consumo	25,9 [5,2]	Máquinas y aparatos de uso doméstico	40,5	0,9
		Bienes de consumo no duradero	30,5	3,2
		Productos alimenticios	32,8	1,2
Acumulado Enero-Abril de 2018				
Total importaciones	2,3			
Bienes de capital	1,9 [0,6]	Bienes de capital para la industria	11,4	2,0
		Materiales de construcción	1,9	0,1
Materias primas	0,9 [0,4]	Materias primas para la industria	6,9	2,3
		Materias primas para la agricultura	4,9	0,2
		Bienes de consumo no duradero	10,3	1,2
Bienes de consumo	6,0 [1,3]	Productos farmacéuticos y de tocador	7,6	0,3
		Productos alimenticios	4,3	0,2
		Bienes de consumo duradero	1,1	0,1
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	26,0	0,5

Fuente: DANE.

Balanza de pagos

27. Con la información disponible para lo corrido del año y el escenario de contexto externo presentado en la sección anterior, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2018 es de 3,1% del PIB (USD 10.728 m) en el escenario central, con rango entre 2,8% y 3,4% para el déficit en los escenarios de bajo y alto crecimiento, respectivamente. Es

importante señalar que la incertidumbre sobre las condiciones y la disponibilidad de financiamiento, así como la sensibilidad de algunos flujos de capital a las perspectivas del contexto externo y la actividad económica, en general, determinan este rango.

28. El déficit en cuenta corriente como proporción del PIB proyectado para 2018 (3,1%) es menor al observado en 2017 (3,3%). Dicha corrección

se explica, principalmente, por el menor déficit comercial de bienes (Cuadro 4). Adicionalmente, los mayores ingresos por transferencias corrientes seguirían contribuyendo positivamente al cierre del desbalance externo. Por el contrario, se espera una ampliación de la renta factorial y, en menor medida, del déficit de servicios no factoriales.

29. Para las exportaciones de bienes se estima un

Cuadro 4

Balanza de pagos (millones de dólares)	2017	2018 Central	Variación
Cuenta corriente (A + B + C + D)	(10.437)	(10.728)	(291)
Porcentaje del PIB	(3,3)	(3,1)	0,2
A. Bienes	(4.759)	(2.738)	2.020
a. Exportaciones	39.482	45.458	5.975
Principales	27.319	31.788	4.469
Resto de exportaciones	12.163	13.670	1.506
b. Importaciones	44.241	48.196	3.955
B. Servicios no factoriales	(4.184)	(4.471)	(288)
a. Exportaciones	8.342	9.296	955
b. Importaciones	12.525	13.768	1.243
C. Renta de los factores	(8.089)	(10.731)	(2.642)
D. Transferencias corrientes	6.594	7.212	618
<i>Memo ítem:</i>			
Neto sector minero y petrolero (a-b)^{al}	17.661	20.818	3.157
a. Exportaciones	20.803	25.451	4.648
b. Utilidades renta de factores	3.142	4.633	1.491

^{al} Incluye petróleo y sus derivados, carbón y ferroníquel.
Fuente: Banco de la República.

crecimiento anual de 15,1% en el escenario central. Este dinamismo se explicaría por las expansiones de las ventas al exterior de petróleo y sus derivados y de productos industriales, en un contexto de mejores precios y mayor crecimiento de los principales socios comerciales. Para las importaciones se prevé un crecimiento de 8,9%, tasa mayor a la observada en 2017.

30. El déficit de servicios se estima para 2018 en niveles superiores a los de 2017. Por el lado de los egresos, estos aumentarían debido principalmente al mayor gasto por viajes de colombianos en el exterior en

un contexto de tasa de cambio favorable, al incremento de los egresos por fletes y por el crecimiento de los servicios técnicos petroleros dado el mayor precio internacional del petróleo. Por su parte, los ingresos crecerían principalmente por las mayores entradas asociadas al turismo, en línea con la mejora del crecimiento mundial.

31. Por concepto de renta factorial, se esperan mayores egresos netos en comparación con 2017 debido principalmente al incremento de las utilidades de las empresas extranjeras del sector petrolero y, en menor medida, a la mejora de las utilidades de las compañías que ope-

ran en sectores diferentes del mineroenergético, coherente con el mayor crecimiento esperado de la economía. También se pronostican mayores pagos por intereses de la deuda externa.

32. Un factor adicional que contribuiría al menor déficit de 2018 será el incremento de los ingresos por transferencias corrientes como resultado del mayor crecimiento esperado de los países donde se originan las remesas.

33. En términos del financiamiento de la cuenta corriente para 2018 se prevé que la inversión directa continúe siendo el principal rubro de entradas de capital extranjero. No obstante,

los flujos por inversión extranjera directa en Colombia (IED) registrarían una caída anual de 7,7% (Cuadro 5). Esto se explicaría por el efecto de base de comparación originado en los recursos recibidos por empresas del sector de comunicaciones el año anterior. Es importante señalar que, descontando dicho efecto, estos aumentarían 13,2%, impulsados en buena parte por las inversiones destinadas al sector minero y petrolero.

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

colocación de bonos por parte del sector público y un mayor dinamismo de los extranjeros en el mercado de TES.

35. Para 2019 se prevé un leve retroceso en los precios de los principales productos de exportación, en tanto que el crecimiento de las exportaciones de bienes se daría por el dinamismo de las ventas externas de productos industriales. Se estima que continúe la senda positiva de crecimiento de las importaciones, en línea con el mayor crecimiento económico esperado. Lo anterior implicaría un mayor déficit comercial de bienes frente a lo previsto para 2018. Adicionalmente, se espera un menor déficit por servicios no factoriales y un nivel similar de la renta factorial. De esta mane-

ra, el déficit en cuenta corriente proyectado para 2019 en el escenario central es de USD 11.476 m (3,2% del PIB).

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

III. Crecimiento, demanda interna y crédito

37. La información disponible al segundo trimestre de 2018 permite prever una desaceleración leve del crecimiento del PIB

Cuadro 5

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

Fuente: Banco de la República.

- (corregido por estacionalidad y por efectos calendario) en este período, pero a una tasa que seguiría siendo mayor que la observada a finales del año pasado.
38. En efecto, en abril el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE registró un crecimiento anual de 3,5% en su serie original. No obstante, al corregir por estacionalidad y por efectos calendario, la expansión anual de la serie fue de 1,2%. Esta última cifra es menor que el 3,0% registrado para el agregado de los primeros tres meses del año de la misma serie. Vale la pena advertir que los ajustes por efectos calendario están sujetos a errores y pueden ser revisados por el DANE en el futuro.
 39. Los fundamentales externos de crecimiento del PIB continúan siendo favorables. Por un lado, entre abril y junio de 2018 se registraron incrementos en los precios internacionales de los bienes básicos exportados por el país, lo que a su vez se habría traducido en unos términos de intercambio más favorables y un mejor desempeño del ingreso nacional; por otro, la demanda externa continuó recuperándose, y si bien el costo del financiamiento externo (en dólares) y la percepción de riesgo sobre el país se incrementaron, estos continúan siendo moderados.
 40. En contraste, los choques temporales de demanda (especialmente aquellos relacionados con el consumo público) que impulsaron el PIB durante los primeros tres meses del año se dispararían en su mayoría en el segundo trimestre, mientras que los choques negativos que afectaron la inversión (en particular la de obras civiles) seguirían estando presentes y se desvanecerían en el segundo semestre. Así las cosas, entre abril y junio de 2018 el consumo del Gobierno se desaceleraría, al tiempo que la inversión en obras civiles habría restado nuevamente al crecimiento. El consumo privado, por su parte, registraría un mejor desempeño que en trimestres recientes, aunque seguiría expandiéndose a tasas por debajo de su promedio histórico. Las exportaciones netas habrían sumado a la expansión de la actividad económica.
 41. Los pronósticos anteriores tienen en cuenta el comportamiento de diversos indicadores con información a abril y mayo.
 42. En efecto, según la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en abril las ventas totales del comercio minorista (sin combustibles) aumentaron 6,9% frente al mismo período de 2017. Esta cifra representó una aceleración con respecto al dato del agregado del primer trimestre del año (5,9%). Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 4,9% anual en el mismo mes (vs. 4,8% para 2017T1). En ambos casos, el componente tendencial de la serie muestra una pendiente positiva.
 43. El índice de ventas de vehículos automotores de la misma encuesta registró una expansión de 19,2% anual en abril, y los niveles observados a lo largo del año sugieren una recuperación de este renglón de las ventas minoristas frente a lo registrado en todo 2017.
 44. Adicionalmente, las cifras publicadas por la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) sobre el número de matrículas registradas mostraron un crecimiento anual de 3,1% en mayo de 2018. Los incrementos se dieron tanto en el renglón de uso particular (2,0%) como en el de uso comercial (4,4%). En todos los casos, al corregir por estacionalidad y por

- efectos calendario, se observa una pendiente positiva para el componente tendencial.
45. Asimismo, con cifras a mayo, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo mejoró nuevamente frente a los registros de abril y del agregado del primer trimestre de 2018. El ICC se ubicó en terreno positivo, en niveles cercanos a su promedio histórico, y por encima de los registrados a lo largo de 2016 y de 2017. La recuperación de este índice se dio sobre todo por el incremento del componente de Expectativas de mediano y largo plazos de los Consumidores (IEC); el de Condiciones Económicas (ICE) también se incrementó en el margen.
46. En dirección similar apuntan los resultados de la *Encuesta Mensual de Expectativas Económicas* (EMEE) del Banco de la República. Con cifras a abril, el balance desestacionalizado de ventas sugiere una mejor dinámica del consumo privado durante dicho mes.
47. Respecto al mercado laboral, las series desestacionalizadas con corte a abril muestran pocos cambios marginales en la tasa de desempleo (TD) a nivel nacional y de las trece áreas metropoli-
- tanás más importantes. Para ambos dominios, la TD se mantuvo muy estable respecto a su situación de comienzo de año, pero sus registros fueron algo superiores en comparación con las cifras del primer semestre de 2017. Para las trece áreas, con información al trimestre móvil terminado en abril, las series desestacionalizadas reflejan un aumento en el empleo no asalariado al igual que en el empleo informal con relación a las cifras del mes pasado.
48. La última información disponible en materia de salarios nominales de la construcción, la industria y el comercio indica que estos continúan ajustándose a tasas superiores a la meta de inflación, con un importante alza en los salarios de la industria en el mes de abril. No obstante, el ajuste de los salarios nominales de la construcción de vivienda se ha moderado significativamente desde marzo.
49. Por su parte, las cifras de importaciones de bienes de capital con corte a abril publicada por el DANE, complementadas con los avances de comercio exterior a mayo de la DIAN, permiten prever un desempeño mediocre del agregado de la inversión en maquinaria para la industria y en equipo de transporte. Si a lo anterior se suma la persistencia del choque negativo que afectó el sector de la construcción de edificaciones y de obras civiles durante los primeros tres meses del año, es de esperar que la formación bruta de capital registre una menor caída durante el segundo trimestre. Las cifras a abril del balance de expectativas de inversión de la EMEE confirman lo anterior.
50. Por el lado de la oferta, en términos generales los indicadores disponibles registraron resultados positivos. El comercio, la industria, el sector petrolero, la producción cafetera y los indicadores asociados a la construcción mostraron expansiones, aunque moderadas en el caso de los últimos tres sectores.
51. En abril la producción industrial total (IPI) creció 10,5%. Al excluir la refinación, las manufacturas restantes presentaron un crecimiento de 10,9%. El ítem de refinación de petróleo se expandió 8,8%. No obstante, de acuerdo con las estimaciones del equipo técnico el crecimiento del índice de la producción industrial desestacionalizado y ajustado por efectos calendario fue mucho más moderado en abril (3,8%).

52. La demanda de energía mostró una expansión anual de 2,9% en abril. La tendencia muestra una pendiente positiva. Los componentes regulado y no regulado crecieron 1,3% y 6,2%, respectivamente. La demanda de la industria creció 6,3%.
53. La producción de petróleo en mayo se situó en 866 mbd, con lo cual se registró una expansión anual de 1,8%. El nivel promedio del bimestre abril-mayo (865 mbd) creció 2,2% frente al del primer trimestre de 2018 (847 mbd).
54. De acuerdo con la Federación de Cafeteros, en abril la producción de café se situó en 874.000 sacos, lo que representó un aumento anual de 4,8%. No obstante, en lo corrido del año, se ha observado una caída de 2,6% en la producción. Según los expertos del gremio, se espera una caída en el primer semestre cercana al 3%.
55. En cuanto a la construcción, en abril la producción y los despachos de cemento crecieron 5,6% y 13,9% anual, respectivamente. Estimaciones del equipo técnico que buscan corregir los efectos calendario indican que estas variaciones serían 0,5% y 2,5% respectivamente. Por otro lado, las licencias de construcción presentaron un crecimiento anual de 14,2% en abril, dato que implica una mejoría significativa frente al primer trimestre del año (-16,4%).
56. Con lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República prevé un crecimiento anual para el segundo trimestre de 2018 del PIB (corregido por estacionalidad y por efectos calendario), un poco inferior al 2,8% anual del primer trimestre. Este pronóstico supone una desaceleración del consumo público y un crecimiento anual negativo de las obras civiles, lo que no es compensado por el mejor desempeño de otros sectores según lo sugiere la información presentada anteriormente.
57. Para el año completo se mantiene el pronóstico de crecimiento anual de 2,7%.
58. Durante los últimos tres meses la inflación anual al consumidor se mantuvo relativamente estable, después del importante descenso que registró en los dos primeros meses del año. En mayo, el resultado fue 3,16% (Cuadro 6). Por su parte, la inflación año corrido a este mes se situó en 2,31%, cifra inferior a la observada en igual período del año pasado (3,23%). La variación mensual del IPC en mayo fue de 0,25%, en línea con lo que había sido previsto por el mercado (0,26%) y por el equipo técnico.
59. El descenso entre diciembre (4,09%) y mayo se concentró en la subcanasta de transables (sin alimentos ni regulados) y, en menor medida, en los segmentos de no transables (sin alimentos ni regulados) y de comidas fuera del hogar (Cuadro 6). Durante mayo específicamente, se presentaron pocos cambios en las variaciones anuales de las diferentes subcanastas, con algunas presiones al alza por cuenta de regulados y alimentos procesados y a la baja en alimentos percederos y comidas fuera del hogar.
60. En mayo se presentó un leve aumento de la inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, después de cuatro meses de descensos continuos desde comienzos de 2018. En este mes, dicho indicador se situó en 3,43% frente a 3,39% en abril. Los cuatro indicadores de inflación básica se incrementaron en mayo. En particular, el IPC sin alimentos pasó de 3,80%

IV. Comportamiento de la inflación y precios

Cuadro 6
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica a mayo de 2018

Descripción	Ponderación	dic-17	mar-18	abr-18	may-18	Participación en porcentaje en la desaceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración del año corrido
Total	100,0	4,09	3,14	3,13	3,16	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	5,01	4,05	3,80	3,85	120,22	86,43
Transables	26,00	3,79	1,80	1,51	1,58	57,29	55,42
No transables	30,52	5,49	4,76	4,59	4,57	(16,58)	30,36
Regulados	15,26	5,86	6,01	5,65	5,79	79,51	0,65
Alimentos	28,21	1,92	0,98	1,52	1,50	(20,22)	13,57
Perecederos	3,88	5,84	7,13	8,98	7,75	(181,41)	(10,02)
Procesados	16,26	(0,91)	(2,01)	(1,59)	(1,15)	247,62	3,70
Comidas fuera del hogar	8,07	5,21	3,32	3,40	3,12	(86,43)	19,88
Indicadores de inflación básica							
Sin alimentos		5,01	4,05	3,80	3,85		
Núcleo 20		4,87	4,04	3,72	3,79		
IPC sin perecederos, ni comb. ni servicios públicos		4,02	2,99	2,77	2,80		
Inflación sin alimentos ni regulados		4,76	3,49	3,27	3,29		
Promedio indicadores inflación básica		4,66	3,64	3,39	3,43		

Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

el mes anterior a 3,85% en este. Tan solo el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (2,80%) se encuentra por debajo de la meta de 3,0%.

61. En mayo, se observó un aumento en dos de los componentes del IPC sin alimentos: transables (sin alimentos ni regulados) y regulados.

62. Luego de cuatro meses de descensos continuos, la variación anual de transables registró un leve aumento en el último mes (a 1,58% desde 1,51% en abril), que en

una parte importante obedeció al reajuste en el precio de los pasajes aéreos. Es posible que factores como el paro que afectó la aviación civil a finales de 2017, el aumento del precio internacional de los combustibles y de las materias primas importadas y la reciente depreciación del peso estén explicando la interrupción de la tendencia decreciente de esta subcanasta.

63. Por su parte, la variación anual de regulados pasó de 5,65% en abril a 5,79% en mayo. Dicho aumento

se concentró en los servicios públicos, cuyo ajuste anual se incrementó de 5,94% en abril a 6,21% en mayo. Igualmente se presentaron presiones al alza por cuenta del transporte público (que aumentó de 4,95% en abril a 5,03% en mayo). Por el contrario, la variación anual de combustibles volvió a descender en mayo a 6,49% (frente a 6,68% en abril) pese al aumento que se registró en su precio en mayo asociado al repunte en el precio internacional del petróleo de los últimos

- meses. Esto dada una alta base de comparación estadística.
64. A diferencia de transables y regulados, la variación anual del componente no transables sin alimentos ni regulados se mantuvo relativamente estable en mayo (en 4,57% frente a 4,59% en abril), después de las caídas significativas de los primeros cuatro meses del año. En este último mes continuó la reducción gradual en la variación anual del IPC de arriendos (que pasó de 4,28% en diciembre de 2017 a 3,81% en abril y 3,67% en mayo). En mayo también se presentaron descensos en el segmento Indexados (servicios de salud y educación principalmente) (de 5,93% en abril a 5,87% en mayo). En contraste, la subcanasta Resto (incluye fútbol) avanzó de 5,55% a 7,18%, reflejando el incremento en el precio en las boletas de las finales del fútbol colombiano.
65. La inflación anual de alimentos no presentó cambios de importancia en mayo (1,50%) con respecto a abril (1,52%). El subgrupo de procesados fue el único segmento que presionó la inflación al alza, aunque su ajuste anual se mantuvo en terreno negativo (de -1,59% a -1,15%). El incremento de los precios internacionales de los alimentos en los últimos meses y la reciente depreciación del peso con respecto al dólar habrían generado algunas presiones alcistas en este subgrupo.
66. En contraste, la variación anual de los precios de los alimentos perecederos (de 8,98% a 7,75%) y la de comidas fuera del hogar (de 3,40% a 3,12%) se contrajeron en mayo, favorecidas por el alto abastecimiento de alimentos que aún se registran en las centrales de abasto del país.
67. El ajuste anual en los costos no laborales, aproximados por el IPP total oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), volvió a repuntar por segundo mes consecutivo (de 1,92% en abril a 2,81% en mayo). La inflación al productor corrida cerró mayo en 0,93%, superior a la observada para igual período del año pasado (-0,01%). El avance de la inflación anual al productor en mayo se observó tanto en el componente local (de 2,93% a 3,91%) como en el importado (de -0,45% a 0,25%).
68. Respecto a los costos laborales, con información a mayo se destaca la estabilidad de los salarios de la construcción de vivienda (3,8%) y la pesada (3,8%) en los últimos tres meses. Con cifras a abril, también se mantuvieron estables los salarios de comercio (6,3%), mientras que repuntó el ajuste anual de los salarios de la industria (de 4,9% en marzo a 7,5% en abril). A pesar de este último incremento, para lo que resta de año, no se esperan presiones alcistas adicionales sobre los salarios, dada la holgura actual con que viene operando el mercado laboral.
69. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros del Banco de la República (aplicada a comienzos de junio), las expectativas de inflación a diciembre de este año se situaron en 3,36%, nivel superior a las registradas en mayo (3,33%). También repuntaron las expectativas a doce meses (de 3,27% en mayo a 3,31% en junio). Las expectativas a veinticuatro meses (3,21%) en junio cayeron con respecto al registro de mayo (3,23%). Por su parte, en la última encuesta de expectativas trimestrales (de abril de 2018), el mercado espera que la inflación anual en diciembre de 2018 termine en 3,59%, la de doce meses en 3,58% y la de veinticuatro meses en 3,55%.

70. La inflación implícita en los títulos de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR (con información al 26 de junio), aumentó 27 pb, 28 pb, 31 pb y 27 pb para la estimación a dos, tres, cinco y diez años, respectivamente. El BEI promedio en lo corrido de junio se ubica en 2,97%, 3,08%, 3,21% y 3,40% para dos, tres, cinco y diez años, respectivamente.
71. Utilizando la curva *Forward Break-Even Inflation* (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2018 es de 4,18% (se obtiene adicionando a la expectativa de inflación para lo que resta del año, la inflación acumulada observada). Para los años 2019, 2020 y 2021 corresponde a 3,33%, 3,46% y 3,57%, respectivamente.

◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 27 de julio de 2018

El 27 de julio de 2018 se llevó a cabo en la ciudad de Bogotá D. C. la reunión ordinaria de la Junta Directiva del Banco de la República con la presencia del ministro de Hacienda y Crédito Público, Mauricio Cárdenas Santamaría, el gerente general, Juan José Echavarría, y los codirectores, Gerardo Hernández Correa, Ana Fernanda Manguashca Olano, José Antonio Ocampo Gaviria, Carolina Soto Losada y Juan Pablo Zárate Perdomo.

A continuación se presenta una síntesis de la visión del equipo técnico del Banco de la República sobre la situación macroeconómica (sección 1) y posteriormente se reseñan las principales discusiones de política consideradas por la Junta Directiva (sección 2).

Un mayor detalle de la situación macroeconómica elaborada por el equipo técnico del Banco de la República se presentará en el *Informe de Política Monetaria*

– Julio de 2018 y en el anexo estadístico¹.

1. Contexto macroeconómico

1. En este informe se redujo levemente la proyección del crecimiento promedio para 2018 de los socios comerciales del país (2,4%). No obstante, esto sigue reflejando una aceleración frente a 2017. Para 2019 se estima una expansión de los socios comerciales similar a la proyectada para 2018. Lo anterior permitiría a la economía colombiana recibir un impulso adicional generado por una mayor demanda externa.
2. Los precios del petróleo y de otras materias primas se revisaron al alza, lo que implica unos términos de intercambio más

¹ Nota de la coordinadora editorial: véase el anexo al final de estas minutas.

favorables que los contemplados en el trimestre anterior y estimula el ingreso nacional. En particular, en este informe aumentó el pronóstico del precio promedio del petróleo y se situó en USD 71 por barril para 2018. No obstante, este pronóstico implica una disminución del precio en lo que resta del año. Para 2019 se espera un precio promedio de USD 67 por barril.

3. Aunque la percepción del riesgo de las economías emergentes ha aumentado, esto aún no ha comprometido los flujos de capital hacia la mayoría de estas economías.
4. En este informe se revisó al alza el déficit de la cuenta corriente desde 3,1% a 3,2% del PIB en 2018. Este pronóstico tiene implícito una mejor dinámica de las exportaciones de bienes y el buen comportamiento de las transferencias corrientes.
5. El equipo técnico mantiene el pronóstico de crecimiento del PIB en 2,7% para 2018. Se espera 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 en 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. No obstante, existen riesgos que pueden afectar la dinámica del PIB tales como la ejecución de la inversión de obras civiles, el precio del petróleo y el comportamiento del sector de edificaciones.

6. En términos de la inflación, los resultados en los últimos cuatro meses del año muestran que la variación de los precios se ha mantenido relativamente estable, después de un importante descenso en los dos primeros meses del año. En particular, en junio la inflación anual se situó en 3,20%, cifra algo superior a la de marzo (3,14%).
7. En junio, el promedio de las cuatro medidas de inflación básica mostró un ligero descenso y se situó en 3,33%. La expectativa de inflación para diciembre de 2018 proveniente de la encuesta mensual a analistas financieros se situó en 3,52%. Las expectativas de los analistas y las derivadas de los títulos de deuda pública a horizontes mayores o iguales a un año se encuentran entre 3% y 3,4%.

En síntesis, se espera que la inflación continúe el

proceso de convergencia a la meta y que el crecimiento económico muestre un mayor dinamismo en 2018 y 2019. Las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento, deberían consolidar la convergencia de la inflación a la meta y mantener una senda favorable de expansión del PIB. No obstante, la incertidumbre sobre las condiciones externas e internas y sobre la volatilidad del precio del petróleo se mantiene elevada, todo lo cual podría afectar la dinámica de los precios y de la actividad económica.

2. Discusión y opciones de política

Los directores continúan viendo un buen panorama en términos del comportamiento de la inflación. La lectura del último dato es positiva, en particular al observar la evolución de los diferentes indicadores de inflación básica, de la inflación de bienes no transables y del rubro de arrendamientos. Aun así, resaltaron que la proyección realizada por el equipo técnico para fin de año se vio impactada por el aumento esperado en la inflación de alimentos, y de la inflación de regulados. Esto último por la presión al alza del precio internacional del petróleo.

Con respecto a la reunión anterior, el riesgo que persiste en este frente es el que genera el entorno externo, en el que el nivel de incertidum-

bre es elevado. Hasta ahora Colombia no se ha visto impactada negativamente, pero es fundamental continuar monitoreando las condiciones externas y los efectos internos de posibles choques.

Los miembros de la Junta perciben que el desempeño de la actividad económica para lo que resta del año será mejor que el proyectado por el equipo técnico y concuerdan con que los indicadores van corroborando esta hipótesis. En general hubo acuerdo en que se observan síntomas claros de recuperación de la actividad económica, si bien persiste una brecha negativa del producto, la cual se incrementa entre 2017 y 2018 según la proyección del equipo técnico.

Hubo varias menciones sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Varios directores recalcaron que la cartera comercial aún no parece presentar evidencias fuertes de recuperación en su dinámica. Otros mencionaron que aún no ha culminado el proceso de transmisión de la reducción de la tasa de interés de referencia y que por lo tanto se debe continuar evaluando la evolución de todas las variables de crédito.

También se discutió el posible efecto de unas condiciones financieras internacionales menos amplias sobre la tasa de interés real de largo plazo y en la evaluación de la postura de la política monetaria.

En este contexto de evidente recuperación económica aunque aún con una brecha negativa del producto, con una inflación estable pero en un nivel superior a la meta, y un entorno externo con alto nivel de incertidumbre, los miembros de la Junta consideran que lo prudente es mantener el nivel actual de la tasa de interés de referencia.

3. Decisión de política

La Junta Directiva decidió por unanimidad mantener inalterada la tasa de interés de intervención del Banco de la República en 4,25%. 🌐

*Minutas publicadas
en Bogotá D. C.,
el 3 de agosto de 2018.*



Anexo 1

Descripción del contexto externo que enfrenta la economía colombiana, la evolución del comercio exterior, el comportamiento de la demanda interna, el producto y el crédito, y el comportamiento de la inflación y las expectativas de inflación.

I. Contexto externo, y balanza de pagos

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 USD 70 por barril. En lo corrido de 2018 hasta el 19 de julio, el petróleo de referencia Brent se ha ubicado en USD 71,59 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

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

País o región	2018			2019		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
Estados Unidos	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 del 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

Nota: en negro el pronóstico actual. En azul el pronóstico del *informe* trimestral anterior.
Fuente: Banco de la República.

- 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 por barril (referencia Brent) en promedio para 2018 y uno de USD 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 protectionistas 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 desestimar 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.

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 exportaciones (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%).

Importaciones de bienes

14. El valor de las importaciones declaradas en mayo creció 21,1% frente al mismo mes de 2017,

Cuadro 2
Comportamiento de las exportaciones en dólares
(porcentaje)

Mayo de 2018				
Variación anual (contribución)	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la variación anual			
	Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a variación 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 exportaciones ^{al}	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

^{al} 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.

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.

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

Cuadro 3
Comportamiento de las importaciones en dólares
(porcentaje)

Mayo de 2018				
	Variación anual (contribución)	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la variación anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a la variación 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 duradero	6,8	0,7
Bienes de consumo	10,3 [2,4]	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 no duradero	10,9	1,3
Bienes de consumo	6,8 [1,5]	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.

- 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 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 mineroenergético, coherente con el mayor

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)
Porcentaje del PIB	(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>Memo ítem:</i>			
Neto sector minero y petrolero (a-b)^{a/}	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

^{a/} Incluye petróleo y sus derivados, carbón y ferroníquel.
Fuente: Banco de la República.

- 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.
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.
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,

Cuadro 5

	2017	2018		2019	
		Central	Central	Central	Central
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(9.831)	(11.151)	(11.833)	(11.833)	(11.833)
Porcentaje del PIB	(3,1)	(3,2)	(3,2)	(3,2)	(3,2)
A. Inversión directa (ii-i)	(10.235)	(8.653)	(8.976)	(8.976)	(8.976)
i. Extranjera en Colombia (IED)	13.924	12.756	13.369	13.369	13.369
ii. Colombiana en el exterior	3.690	4.103	4.392	4.392	4.392
B. Inversión de cartera (i+ii)	(1.597)	(219)	(844)	(844)	(844)
i. Sector público (a-b)	(7.250)	(3.303)	(1.860)	(1.860)	(1.860)
a. Activos	(555)	3.262	(140)	(140)	(140)
b. Pasivos	6.695	6.565	1.720	1.720	1.720
ii. Sector privado	5.653	3.084	1.016	1.016	1.016
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	1.455	(2.867)	(2.974)	(2.974)	(2.974)
D. Activos de reserva	545	587	961	961	961
Errores y omisiones (E y O)	606	0	0	0	0

Fuente: Banco de la República.

el déficit en cuenta corriente proyectado para 2019 en el escenario central es de USD 11.833 m (3,2% del PIB).

26. Con relación al financiamiento, para 2019 se prevé un incremento de los flujos de IED y otra inversión, en tanto 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 esta 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 en 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 en 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,

Cuadro 6
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica a junio de 2018

Descripción	Ponderación	dic-16	dic-17	mar-18	abr-18	may-18	jun-18	Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración del año corrido
Total	100,00	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)
Comidas fuera del hogar	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 servicios públicos		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 del Banco de la República

- 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 servicios públicos (2,71%) se situó por debajo de la meta de inflación (3,0%), mientras que el IPC sin alimentos (3,81%) mantuvo el nivel más alto.
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 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 de 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 que 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 esperan, 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 veinticuatro 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 dos, tres y cinco años respectivamente, mientras que aumentó 7 pb para la estimación a 10 años. El BEI promedio en lo corrido de julio se ubica en 3,01%, 3,18%, 3,40% y 3,62% para dos, tres, cinco y diez 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.

◆ Comunicados de prensa

Junio

Compras / ventas de divisas y TES y portafolio de TES del Banco de la República

8 de junio de 2018

El Banco de la República informa que en mayo del 2018 no realizó compras ni ventas de divisas.

Durante el mismo mes, el Banco no efectuó compras ni ventas definitivas de TES B.

Al finalizar mayo, el saldo de dichos títulos en poder del Banco era COP 11.640,5 miles de millones (valor a precios de mercado).

El portafolio del Banco (expresado en valores nominales) se compone de TES denominados en pesos (COP 10.043,4 miles de millones) y TES denominados en UVR (UVR 2,1 miles de millones).

En junio del 2018 no hay vencimientos de TES en poder del Banco.

Ensayos sobre crecimiento económico en Colombia, el nuevo libro del Banco de la República

25 de junio de 2018

El próximo miércoles 27 de junio a las 5:00 p. m. en la Casa Gómez Campuzano, ubicada en la calle 80 No. 8-66, se realizará la presentación del libro *Ensayos sobre crecimiento económico en Colombia*, editado por Adolfo Meisel Roca, codirector, y Hernando Vargas, gerente técnico, ambos del Banco de la República.

El libro es el resultado de una agenda de investigación del Banco sobre el crecimiento económico en Colombia, cuyo objetivo principal es analizar algunas de

las restricciones de carácter estructural que limitan el crecimiento económico en el largo plazo.

Asimismo, pretende entender cuáles son las causas del lento crecimiento del país, indispensable para formular políticas públicas tendientes a lograr un mayor crecimiento económico, y analizar la relación entre el desempeño económico regional y el crecimiento de largo plazo para identificar políticas de desarrollo regional adecuadas.

Esta obra contribuye a la literatura sobre el crecimiento económico colombiano al analizar en profundidad seis temas de gran relevancia para el país: descentralización fiscal y crecimiento regional; capital humano y físico y crecimiento municipal; innovación y empleo; productividad y participación en el mercado exportador; capital humano y participación laboral, y desempeño de las exportaciones colombianas.

El libro se podrá descargar gratuitamente desde la página electrónica del Banco de la República.

Banco de la República mantiene la tasa de interés de intervención en 4,25%

29 de junio de 2018

En su sesión de hoy la Junta Directiva decidió mantener la tasa de interés de intervención en 4,25%. En esta decisión, la Junta tomó en consideración principalmente los siguientes aspectos:

- En los últimos dos meses la inflación anual dejó de caer y en mayo se situó en 3,16%. En el mismo mes, el promedio de las medidas de inflación básica (3,43%) y los grandes componentes del IPC también registraron variaciones anuales relativamente estables.
- Las expectativas de inflación no presentaron cambios significativos. Las de los analistas se sitúan en promedio en 3,35% y 3,34% para diciembre de 2018 y 2019, respectivamente. Aquellas derivadas de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se ubican entre 3% y 3,2%.
- El crecimiento de los socios comerciales se sigue recuperando, jalonado por las economías desarrolladas y por las principales economías emergentes. Los precios del petróleo se mantienen en niveles que superan los promedios registrados en los últimos dos años. El aumento de los términos de intercambio y la mayor dinámica esperada de la demanda externa, continuarían favoreciendo la recuperación de los ingresos externos del país. Pese a ello, en el último mes el peso colombiano se ha depreciado frente al dólar en un entorno de incremento de las primas de riesgo.
- Los resultados del PIB del primer trimestre y los indicadores de actividad económica para el segundo sugieren que la economía habría continuado con un crecimiento bajo, pero superior al registrado en 2017. Con estos resultados, el equipo técnico del Banco mantuvo su estimación de crecimiento para 2018 en 2,7%. No obstante, el equipo técnico del Banco estima que persiste la subutilización de la capacidad productiva y que esta se ampliaría en 2018.
- En el primer trimestre de 2018 el déficit de la balanza de pagos se redujo frente a igual periodo del año anterior. El pronóstico del equipo técnico del Banco para todo 2018 apunta hacia un leve cierre del déficit externo como proporción del PIB.

Con base en esta información, la Junta ponderó los siguientes factores en su decisión:

- La debilidad de la actividad económica y la incertidumbre sobre la velocidad de su recuperación. Por una parte, se proyecta que los excesos de capacidad productiva se ampliarían en 2018. Por otra, si el precio

del petróleo se mantiene en los actuales niveles por un período prolongado o persiste la tendencia creciente de la confianza, la dinámica de la demanda agregada podría ser mayor que la prevista.

- La estabilidad de la inflación y sus expectativas por encima del 3%, y algunos riesgos que podrían presionar la inflación al alza. Uno de ellos es un repunte en el precio de los alimentos que afecte las expectativas y demore la convergencia de la inflación al 3%. Así mismo, una depreciación del peso más fuerte que la esperada que se traspase a los precios internos. Nuevamente, la incertidumbre sobre estos factores es elevada.

En este entorno, al evaluar el estado de la economía y el balance de riesgos, la Junta consideró conveniente mantener la tasa de interés de referencia en 4,25%.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo del comportamiento de la inflación y las proyecciones de la actividad económica y la inflación en el país, así como de la situación internacional. Finalmente, reitera que la política monetaria dependerá de la nueva información disponible.

La decisión de mantener la tasa de interés en 4,25% contó con la aprobación unánime de los miembros la Junta.

Julio

Nuevo gerente en la Agencia Cultural de Honda

3 de julio de 2018

Luego de un proceso de selección en el cual participaron candidatos internos y externos, la Junta Directiva, en su sesión del 25 de mayo, designó como gerente de la Agencia Cultural de Honda a Ángel Eduardo Moreno Marín.

El doctor Moreno, quien ingresó al Banco el pasado 25 de junio, es profesional en Comunicación Social con énfasis en Comunicación Educativa por la Pontificia Universidad Javeriana y especialización en Resolución de Conflictos de la misma Universidad. Tiene una trayectoria laboral de más de diez años de experiencia en diseño, evaluación y seguimiento de programas y proyectos culturales. Trabajó en Colsubsidio como jefe del Departamento Cultural y como director de Asuntos Locales y Participación. También, en la Secretaría de Cultura, Recreación y Deporte de Bogotá, como subdirector de Prácticas Culturales, y en el Ministerio de Cultura como coordinador del Grupo de Emprendimiento Cultural y asesor de la Oficina de Planeación, entre otros.

Felicitemos al doctor Ángel Eduardo Moreno Marín por su nombramiento e igualmente agradecemos a todos la colaboración y apoyo para el éxito de su gestión.

Compras / ventas de divisas y TES y portafolio de TES del Banco de la República

9 de julio de 2018

El Banco de la República informa que en junio de 2018 no realizó compras ni ventas de divisas.

Durante el mismo mes, el Banco efectuó compras definitivas de TES B por COP 659.1 mm (valor a precios de mercado). Al finalizar junio, el saldo de dichos títulos en su poder era COP 12.334,9 mm (valor a precios de mercado).

El portafolio del Banco (expresado en valores nominales) se compone de TES denominados en pesos (COP 10.571,9 mm) y TES denominados en UVR (UVR 2,5 mm).

En julio de 2018 no hay vencimientos de TES en poder del Banco.

A continuación se presenta el saldo del portafolio del Banco a finales de diciembre de 2017:

Plazo	Pesos	UVR
hasta 2 años	4.699	158
mayor a 2 hasta 5 años	2.360	135
mayor a 5 años	2.984	233
Total	10.043	526

Valores nominales en pesos (mm).

Teatro Quiminza, nueva sede del Centro Cultural del Banco de la República en Tunja

12 de julio de 2018

Durante las obras de restauración del Claustro de San Agustín, que se prevé tardará cuatro años, el Centro Cultural del Banco de la República en Tunja prestará sus servicios en el antiguo Teatro Quiminza, ubicado en la calle 20 # 8-66. La nueva sede se adecuó con infraestructura, mobiliario y servicios que garantizarán la comodidad de todos los usuarios, la movilidad de personas en condición de discapacidad y el fácil acceso a todas las colecciones del Banco de la República.

Tome nota:

La apertura oficial de la nueva sede del Centro Cultural del Banco de la República en Tunja se realizará el próximo viernes 13 de julio a las 5:00 p. m. El evento contará con la presencia de Juan Pablo Zárate, codirector del Banco, Marcela Ocampo, gerente ejecutiva, y Ángela Pérez, subgerente cultural.

El día del evento, a las 5:30 p. m., se realizará un concierto a cargo del ensamble Palos y Cuerdas, conformado por quienes con más de veinte años de carrera son considerados el trío instrumental andino más representativo de Colombia en la actualidad.

Restauración completa del Claustro de San Agustín

El Claustro de San Agustín es una edificación conventual que data del siglo XVII y que actualmente es considerado Bien de Interés Cultural del Ámbito Nacional por parte del Ministerio de Cultura. Por su condición de inmueble patrimonial y debido a sus características arquitectónicas, tipológicas y de importancia histórica para la sociedad, con esta restauración el Banco de la República busca mantener, proteger y salvaguardar el Claustro para el disfrute de las generaciones futuras.

Las obras se desarrollarán en dos etapas: en la primera, que se llevará a cabo entre 2018 y 2019, se realizarán diagnósticos, estudios y diseños; en la segunda, entre 2020 y 2021, se realizarán propiamente las obras de restauración al inmueble. Las mismas incluirán la actualización técnica y arquitectónica del Claustro con miras a facilitar el acceso y desplazamiento de personas con movilidad restringida o en condición de discapacidad física o visual, la renovación integral de los espacios y de su infraestructura técnica (iluminación y ventilación), así como la implementación de un nuevo sistema de generación eléctrica y automatización que permitirá controlar el consumo de agua y energía para facilitar y promover un uso racional de los recursos.

¿Por qué el Teatro Quiminza?

La Arquidiócesis de Tunja construyó el Teatro Quiminza en la década de 1950. Durante sus primeros años funcionó como sede del Sindicato de Trabajadores y más adelante como sala de cine. Tras pasar cerca de quince años cerrado, en 2012 la Arquidiócesis emprendió su restauración, que se extendió por cinco años, y que incluyó obras de refuerzo estructural y el reemplazo total de la cubierta, conservando el diseño original del edificio, que ha hecho de él uno de los más emblemáticos del centro de la ciudad.

Por su ubicación estratégica y características arquitectónicas el Banco eligió al Teatro como sede temporal de su Centro Cultural; asimismo, realizó adecuaciones internas que garantizan la correcta prestación de sus servicios, entre ellas: la instalación de estanterías para la colección bibliográfica, de nuevas baterías sanitarias, de rampas para personas con movilidad reducida, así como la adecuación de tres salas de lectura, una sala para investigadores, una sala infantil y un espacio para las exposiciones didácticas.

Vale la pena recordar que el Centro Cultural de Tunja durante el 2017 prestó cerca de 70 mil libros, de estos el 50%, aproximadamente, correspondieron a la colección infantil, lo que confirma que los servicios de promoción y mediación de lecturas y escrituras con niños y niñas, son uno de los más representativos y exitosos del centro cultural. Además, en este mismo año, Tunja fue la ciudad que registró un mayor número de asociaciones en toda la Red de Bibliotecas del Banco de la República, información que coincide con el estudio más reciente de lectura que publicó el Ministerio de Cultura, en el que se muestra que Tunja es la tercera ciudad con los índices más altos de lectura en todo el país, después de Bogotá y Medellín.

“El traslado a esta nueva sede también implica el fortalecimiento de nuestras colecciones y servicios culturales. Los boyacenses pueden estar seguros de que la renovación del Claustro le dará a Tunja un Centro Cultural de vanguardia. Y que, mientras duren las obras, el Teatro Quiminza contará con todas las condiciones para recibir de la mejor manera a todos nuestros usuarios y que el Banco de la República continúe siendo epicentro cultural de todo el departamento”, concluye Diana Sandoval, gerente del Banco de la República en Tunja.

Superando barreras: el impacto del crédito en el sector agrario en Colombia, nuevo libro del Banco de la República

16 de julio de 2018

Hoy lunes 16 de julio a las 5:00 p. m. en el Club del Comercio en Bucaramanga, ubicado en la carrera 20 No. 35-55, se realizará la presentación del libro *Superando barreras: el impacto del crédito en el sector agrario en Colombia*, editado por Juan José Echavarría, Mauricio Villamizar y Sara Restrepo. El evento contará con la presencia del Juan José Echavarría, gerente general del Banco, los miembros de la Junta Directiva y otras personalidades de la vida económica de la región.

Esta obra es una destacada contribución al análisis del impacto del crédito agropecuario sobre las condiciones de vida en el campo colombiano. Los estudios aquí consignados forman parte de los esfuerzos que el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) viene apoyando mediante el diseño e implementación de evaluaciones de impacto exhaustivas, con el objetivo de mejorar los programas de política pública en la materia. Asimismo, evidencian el esfuerzo colaborativo de instituciones y expertos de diversas áreas, en el que se emplearon metodologías analíticas de punta y una profusa fuente de datos provenientes del Censo nacional agropecuario (CNA) de 2014, articulados a los del Sistema de Información Cafetera (SICA), el Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (Finagro) y el Sistema de Identificación de Potenciales Beneficiarios de Programas Sociales (Sisbén).

En materia de crédito, este valioso conjunto de estudios pone de relieve la baja cobertura de los préstamos, tanto para el sector agropecuario en general como para los productores cafeteros en particular. El escaso acceso a este

activo productivo es considerado una importante barrera para el desarrollo con equidad del campo colombiano; se reitera la alta pobreza que caracteriza a los habitantes del campo, tal como se refleja en el alto índice de pobreza multidimensional, los bajos niveles educativos y la bajísima proporción de los habitantes rurales que tienen acceso al sistema contributivo de salud, aunque con una alta cobertura del régimen subsidiado, que garantiza acceso virtualmente universal al sistema de seguridad social en salud.

Todo lo anterior corrobora que el acceso al crédito tiene efectos positivos claramente significativos: se destina en su mayoría a inversión, lo que deriva en un aumento en la productividad y reduce la pobreza multidimensional. Por ende, se resalta la importancia del acceso como un mecanismo esencial de inclusión productiva, una tarea que demanda más atención en el país.

El libro contiene, además, algunas apreciaciones y comentarios analíticos de académicos y personas representantes del sector agro colombiano acerca del significativo impacto de esta obra en relación con la realidad actual.

El libro se podrá descargar gratuitamente desde la página electrónica del Banco de la República en el siguiente vínculo: [Descargue aquí](#).

Carolina Soto se posesiona como codirectora del Banco de la República

26 de julio de 2018

El presidente Juan Manuel Santos tomó el juramento de la nueva miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, Carolina Soto, quien ocupará la vacante dejada en la Junta por Adolfo Meisel. El mandatario destacó la formación académica y trayectoria

profesional de la nueva codirectora y afirmó que “tiene una completísima experiencia en materia de política económica, todas las credenciales para ser una buena directora del Banco y estoy seguro de que hará un gran aporte al país”.

Así mismo, destacó la labor del Banco de la República como una entidad ejemplar en sus prácticas y acciones, las cuales contribuyen al buen desempeño de la economía y al bienestar de los colombianos. El mandatario también aprovechó la oportunidad para hacer un reconocimiento a la labor del doctor Meisel por su servicio al país desde la Junta Directiva del Banco emisor.

Banco de la República mantiene la tasa de interés de intervención en 4,25%.

27 de julio de 2018

En su sesión de hoy la Junta Directiva decidió mantener la tasa de interés de intervención en 4,25%. En esta decisión, la Junta tomó en consideración principalmente los siguientes aspectos:

- En junio la inflación se incrementó ligeramente y se situó en 3,2%. Los alimentos y los bienes y servicios más afectados por la tasa de cambio fueron los grupos de mayor contribución al alza de la inflación. En el mismo mes, todas las medidas de inflación básica descendieron, y su promedio se situó en 3,33%.
- Las expectativas de inflación registraron leves cambios y se mantienen por encima de la meta del 3%. Las de los analistas se sitúan en promedio en 3,37% y 3,33% para diciembre de 2018 y 2019, respectivamente. Aquellas derivadas de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se ubican entre 3% y 3,4%.

- El crecimiento de los socios comerciales sigue dinámico, jalonado por las economías desarrolladas y por las principales economías emergentes. Los precios del petróleo se mantienen en niveles que superan los promedios registrados en los últimos dos años. El aumento de los términos de intercambio y la mayor dinámica esperada de la demanda externa, continuarían favoreciendo la recuperación de los ingresos externos del país. En este entorno, la tasa de cambio ha estado relativamente estable.
- Los resultados del PIB del primer trimestre y los indicadores de actividad económica para el segundo sugieren que la economía habría continuado con un crecimiento bajo, pero superior al registrado en 2017. Con estos resultados, el equipo técnico del Banco mantuvo su estimación de crecimiento para 2018 en 2,7%. No obstante, el equipo técnico del Banco estima que persiste la subutilización de la capacidad productiva y que esta se ampliaría en 2018.
- Las nuevas cifras del sector externo para el segundo trimestre sugieren que el ajuste del balance externo estaría siendo algo más lento que lo esperado. No obstante, para todo 2018 se sigue proyectando un déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB menor que el registrado en 2017.
- La incertidumbre sobre la velocidad de la recuperación de la actividad económica. Por una parte, se proyecta que los excesos de capacidad productiva se ampliarían en 2018. Por otra, si el precio del petróleo se mantiene en los actuales niveles por un período prolongado o persiste la tendencia creciente de la confianza, la dinámica de la demanda agregada podría ser mejor que la prevista. La incertidumbre al respecto es elevada.
- La estabilidad de la inflación y sus expectativas por encima de la meta, y algunos riesgos que podrían presionar la inflación al alza y demorar la convergencia al 3%, entre ellos, una depreciación del peso más fuerte que la esperada, que se traspase a los precios internos. Nuevamente, la incertidumbre sobre estos factores es elevada.

En este entorno, al evaluar el estado de la economía y el balance de riesgos, la Junta consideró conveniente mantener la tasa de interés de referencia en 4,25%.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo del comportamiento de la inflación y las proyecciones de la actividad económica y la inflación en el país, así como de la situación internacional. Finalmente, reitera que la política monetaria dependerá de la nueva información disponible.

La decisión de mantener la tasa de interés en 4,25% contó con la aprobación unánime de los miembros de la Junta.

Con base en esta información, la Junta ponderó los siguientes factores en su decisión: