

---

# INFORME SOBRE **INFLACIÓN**

ISSN - 1657 - 7973



**07/**  
**2019**



Julio de 2019

## INFORME SOBRE **INFLACIÓN**

---

\* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 26 de julio de 2019. La información reportada, con algunas excepciones, corresponde a la disponible hasta dicha fecha.

Todos los informes publicados están disponibles en la página web del Banco de la República.

Banco de la República  
Bogotá, D. C. (Colombia)

---







INFORME  
SOBRE  
**INFLACIÓN**



Elaborado por:  
Departamento de Programación e Inflación  
**Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica**



# Nota del editor

Actualmente el Banco de la República se encuentra en el proceso de modernizar su informe sobre inflación con el objeto de mejorar la comunicación del análisis de la coyuntura y el pronóstico de la economía. Para tal efecto, a partir del siguiente Informe (octubre), la estructura será la siguiente:

- 1. Resumen**
- 2. Pronósticos macroeconómicos**
  - 2.1 Contexto externo**
    - 2.1.1 Demanda externa
    - 2.1.2 Precios externos
    - 2.1.3 Mercados financieros internacionales
  - 2.2 Contexto interno**
    - 2.2.1 Inflación
    - 2.2.2 Actividad económica
    - 2.2.3 Balanza de pagos
- 3. Situación económica actual**
  - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios**
  - 3.2 Crecimiento y demanda interna**
    - 3.2.1 El PIB por el lado del gasto
    - 3.2.2 El PIB por el lado de la oferta e indicadores sectoriales
  - 3.3 Mercado laboral**
  - 3.4 Mercado monetario y financiero**

El presente Informe (julio) es una versión transitoria y parcial del documento en su nuevo formato.

**Juan José Echavarría**  
**Gerente General**



## Gerencia Técnica

Hernando Vargas

**Gerente**

## Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica

Andrés González

**Subgerente**

## Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

**Director**

## Sección de Inflación (\*)

Adolfo León Cobo

**Jefe**

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Juan Pablo Cote

Franky Galeano Ramírez

Nicolás Martínez

Carlos Daniel Rojas

## Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez

**Jefe**

Luis Hernán Calderón

David Camilo López

Andrea Salazar Díaz

## Asesores e Investigador asociado del Departamento de Programación e Inflación

Celina Gaitán

Sergio Restrepo

Daniel Parra

## Departamento de Modelos Macroeconómicos

Diego Rodríguez

**Director**

César Anzola

Juan Camilo Méndez

Santiago Forero

Nicolás Moreno

## Asesor e Investigadores asociados al Departamento de Modelos Macroeconómicos

Aarón Garavito

Alexander Guarín

José Vicente Romero

(\*) En la elaboración de este Informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Juan José Ospina, jefe asesor, y Juan Sebastián Corrales, profesional líder, de la Sección de Sector Público; Felipe Lizarazo y Cristian Rojas, estudiantes en práctica.

# Contenido

---

1. Pronósticos macroeconómicos /11
    - 1.1 Pronóstico de inflación /11
    - 1.2 Actividad económica /12
    - Recuadro 1:** Dinámica del consumo público en 2019 /15
  2. Situación económica actual /15
    - 2.1 Comportamiento de la inflación y precios /15
    - 2.2 Crecimiento y demanda interna /18
    - 2.3 Mercado laboral /21
    - 2.4 Mercado monetario y financiero /23
    - Recuadro 2:** Comportamiento reciente del PIB de la construcción y perspectivas para 2019 /27
    - Recuadro 3:** Efectos en el mercado laboral colombiano de la reciente migración desde Venezuela /31
- 

Anexo /34





# Índice de gráficos

---

**Gráfico 1.1** Índice de precios al consumidor /12

**Gráfico 1.2** Índice de precios al consumidor sin alimentos ni regulados /12

**Gráfico 1.3** PIB anual /13

**Gráfico 1.4** PIB trimestral /13

**Gráfico 1.5** *Fan chart* de la brecha del producto /14

**Gráfico 2.1** Índice de precios al consumidor (IPC) /18

**Gráfico 2.2** IPC de alimentos por grupos /18

**Gráfico 2.3** IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados /18

**Gráfico 2.4** IPC de no transables, sin alimentos ni regulados /19

**Gráfico 2.5** IPC de regulados y sus componentes /19

**Gráfico 2.6** IPP por procedencia /19

**Gráfico 2.7** Salarios nominales /20

**Gráfico 2.8** Crecimiento del PIB: contribuciones por el lado del gasto /20

**Gráfico 2.9** Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General /21

**Gráfico 2.10** Crecimiento de la formación bruta de capital fijo (FBCF): contribución de sus componentes /21

**Gráfico 2.11** Exportaciones, importaciones y balanza comercial /22

**Gráfico 2.12** Crecimiento del PIB: contribuciones por el lado sectorial /22

**Gráfico 2.13** Producción de café /23

**Gráfico 2.14** Producción de petróleo /23

**Gráfico 2.15** Producción industrial real total /23

**Gráfico 2.16** Tasa de desempleo /24

**Gráfico 2.17** Crecimiento anual de ocupados por ramas /24

**Gráfico 2.18** Curva de Beveridge para las 7 ciudades principales /24

**Gráfico 2.19** Tasa de interés de política, TIB e IBR /25

**Gráfico 2.20** Tasas de interés reales del crédito bancario en moneda nacional /25

**Gráfico 2.21** Crecimiento anual de la cartera bruta real en moneda nacional /25



## 01

# Pronósticos macroeconómicos

## 1.1 Pronóstico de inflación

**La inflación total aumentará en los próximos meses de manera transitoria por cuenta de choques de oferta, los cuales comenzarán a revertirse a finales del año.**

En el segundo trimestre la inflación anual al consumidor se situó un poco por encima de la meta del 3,0%, siendo mayor que la prevista en el informe anterior. Como se explicará en el siguiente capítulo, esto fue resultado de choques en los precios de alimentos y transables, los cuales no fueron anticipados plenamente en el informe de marzo. Durante el tercer trimestre, a estos choques se sumarían presiones en los precios de los alimentos debido el cierre de la vía que comunica a Bogotá con Villavicencio. Todas estas alzas, sin embargo, son de naturaleza transitoria y comenzarían a diluirse a partir del cuarto trimestre del año.

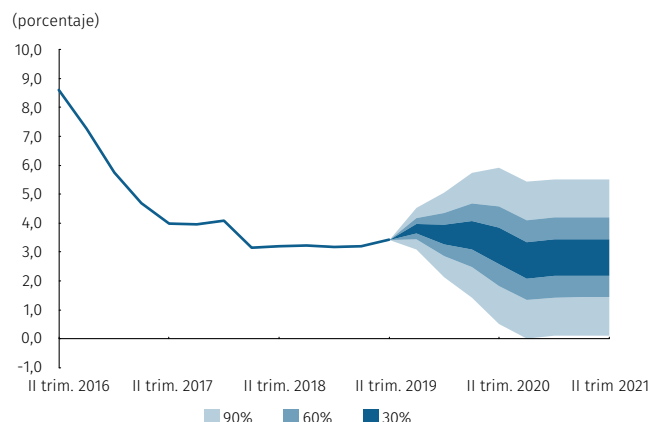
**El pronóstico central sugiere que en 2020 la inflación convergerá gradualmente hacia la meta.** A finales de 2019 la inflación se situará por encima del 3,0%, pero en 2020 debe descender, para cerrar en dicho año ligeramente por debajo de esta cifra. Esto ocurrirá en un contexto donde el traspaso de la tasa de cambio seguiría siendo moderado, la brecha del producto se cerraría de manera gradual, aunque se mantendría en terreno negativo, y en un panorama donde no se anticipan presiones significativas en los costos salariales.

**El Gráfico 1.1 resume los resultados del ejercicio de pronóstico para la senda central de inflación total al consumidor junto con el intervalo de confianza respectivo (*Fan Chart*<sup>1</sup>).** De acuerdo con dicho intervalo, la probabilidad de que la inflación total al consumidor se sitúe entre 2% y 4% para finales de 2019 es de 64,2%.

1 A partir de este informe, se publican *fan charts* con percentiles simétricos sobre la senda de pronóstico central para un horizonte a 8 trimestres. Los percentiles se calculan a partir de una distribución normal cuya varianza es el error cuadrático medio de los pronósticos. Los anteriores *fan charts* eran asimétricos y los sesgos dependían del balance de riesgos que el Equipo Técnico considerara se podrían materializar en el mismo horizonte de pronóstico.

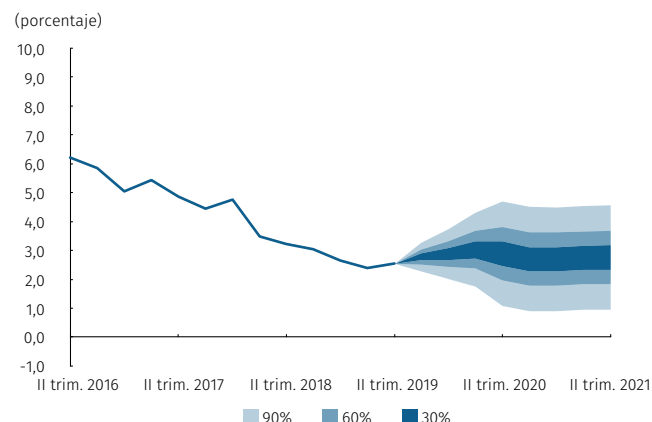
**El ejercicio de pronóstico muestra que la inflación básica (sin alimentos ni regulados) aumentará en los próximos meses, pero se mantendrá por debajo de la meta en el horizonte de pronóstico (Gráfico 1.2).** Para la canasta de transables, los ajustes en los precios de los licores por cuenta del aumento del impuesto *ad valorem*, junto con una depreciación más alta en lo corrido del segundo trimestre, llevaron a una revisión al alza en la senda esperada para lo que resta de 2019. El efecto del impuesto deberá empezar a diluirse a partir del tercer trimestre de este año, teniendo en cuenta que la reversión parcial de esta medida opera a partir de julio. Aun así, la variación anual de esta canasta continuará aumentando lentamente en el horizonte de pronóstico, impulsada por presiones moderadas en la tasa de cambio. Con respecto al índice de precios al consumidor (IPC) de no transables, en lo que resta de 2019 y en 2020 no deberán observarse cambios en el comportamiento de este rubro, en parte, por factores de indexación y en un entorno de brecha negativa. Dado lo anterior, el IPC sin alimentos ni regulados se aceleraría lentamente desde la segunda mitad de 2019, pero se ajustaría a tasas por debajo de la meta en todo el horizonte de pronóstico.

**Gráfico 1.1**  
Índice de precios al consumidor <sup>a/, b/</sup>  
(fan chart de la variación porcentual anual)



a/ El gráfico muestra los intervalos simétricos al 30%, 60% y 90% de confianza sobre esta senda para un horizonte a 8 trimestres. Estos intervalos se construyen a partir de los errores de pronóstico del pronóstico de los modelos del equipo técnico, evaluados de forma recursiva en cada trimestre para el período 2011-2018. Los errores de pronóstico son estimados para horizontes entre uno y cuatro trimestres. Estos últimos errores se mantienen para los cálculos de los intervalos a horizontes entre cinco y ocho trimestres.  
b/ Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.  
Fuente: Banco de la República

**Gráfico 1.2**  
Índice de precios al consumidor sin alimentos ni regulados <sup>a/, b/</sup>  
(fan chart de la variación porcentual anual)



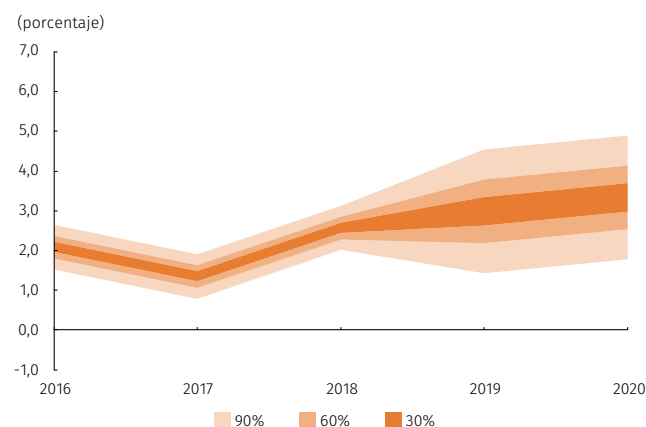
a/ El gráfico muestra los intervalos simétricos al 30%, 60% y 90% de confianza sobre esta senda para un horizonte a 8 trimestres. Estos intervalos se construyen a partir de los errores de pronóstico del pronóstico de los modelos del equipo técnico, evaluados de forma recursiva en cada trimestre para el período 2011-2018. Los errores de pronóstico son estimados para horizontes entre uno y cuatro trimestres. Estos últimos errores se mantienen para los cálculos de los intervalos a horizontes entre cinco y ocho trimestres.  
b/ Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.  
Fuente: Banco de la República

## 1.2 Actividad económica

**Después de la desaceleración observada en el primer trimestre, se espera una recuperación del crecimiento económico hacia tasas algo superiores al potencial a partir del segundo semestre del año.** Los choques que enfrentó el crecimiento (véase el capítulo 2) se habrían empezado a revertir desde el segundo trimestre de manera paulatina, lo que permite proyectar para dicho período una aceleración del crecimiento anual. Así, en el segundo semestre la economía deberá

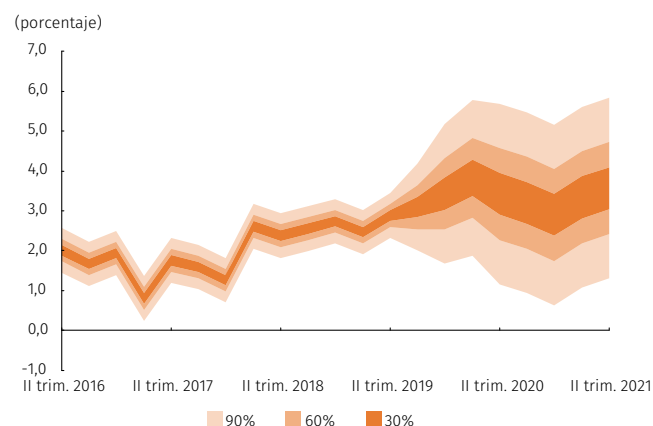
ganar dinamismo gracias a una mayor recuperación del consumo público y de la inversión en obras civiles, y a que el consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo registrarán tasas de crecimiento similares a las del primer trimestre. Los resultados para el pronóstico de la senda central del producto interno bruto (PIB) y su intervalo de confianza se presentan en los gráficos 1.3 y 1.4.

**Gráfico 1.3**  
 PIB anual <sup>a/, b/</sup>  
 (fan chart de la variación anual porcentual)



a/ El gráfico muestra los intervalos simétricos al 30%, 60% y 90% de confianza sobre esta senda para un horizonte a 8 trimestres. Estos intervalos se construyen a partir de los errores de pronóstico del pronóstico de los modelos del equipo técnico, evaluados de forma recursiva en cada trimestre para el período 2011-2018. Los errores de pronóstico son estimados para horizontes entre uno y cuatro trimestres. Estos últimos errores se mantienen para los cálculos de los intervalos a horizontes entre cinco y ocho trimestres.  
 b/ Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.  
 Fuente: Banco de la República

**Gráfico 1.4**  
 PIB trimestral <sup>a/, b/, c/</sup>  
 (fan chart de la variación anual porcentual)



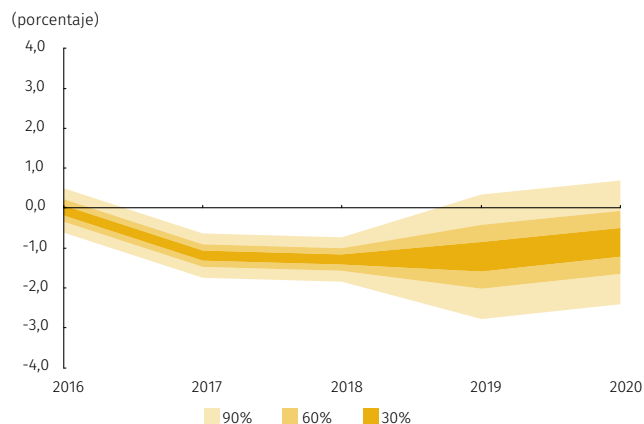
a/ El gráfico muestra los intervalos simétricos al 30%, 60% y 90% de confianza sobre esta senda para un horizonte a 8 trimestres. Estos intervalos se construyen a partir de los errores de pronóstico del pronóstico de los modelos del equipo técnico, evaluados de forma recursiva en cada trimestre para el período 2011-2018. Los errores de pronóstico son estimados para horizontes entre uno y cuatro trimestres. Estos últimos errores se mantienen para los cálculos de los intervalos a horizontes entre cinco y ocho trimestres.  
 b/ Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.  
 c/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.  
 Fuente: Banco de la República.

**Dado lo anterior, para 2019 se sigue esperando un crecimiento mayor que el observado en 2018 (2,6%), pero menor que lo previsto en el informe de marzo (3,5%).** Este pronóstico implica una expansión de la demanda interna similar a la del año pasado, unas exportaciones débiles y una demanda externa neta que restarán una vez más al PIB.

**En 2020 la economía continuará ganando dinamismo.** Para ese año, al igual que en 2019, la economía seguirá beneficiándose de unas condiciones financieras internas amplias. A esto se sumará el impacto positivo de la Ley de Financiamiento, la continuación de importantes proyectos de obras públicas y la reactivación de la construcción de vivienda. Gracias a ello, y a unas condiciones de financiamiento externo que se mantendrán relativamente favorables, la economía deberá presentar un mejor desempeño. Sin embargo, frente al informe anterior, la estimación del crecimiento económico para 2020 se revisó a la baja teniendo en cuenta los efectos negativos de una mayor incertidumbre global sobre las decisiones de inversión. También, se contempla una desaceleración del consumo público, acorde con un menor dinamismo en el gasto de los nuevos gobiernos regionales y locales (usual durante su primer año de administración) y con el recorte contemplado en el anteproyecto del Presupuesto General de la Nación presentado para el próximo año.

**Acorde con los pronósticos de crecimiento anteriores, la brecha del producto comenzaría a cerrarse gradualmente a partir de la segunda mitad del año, aunque a una menor velocidad que la estimada en el informe anterior.** Los choques negativos de demanda que afectaron a la economía colombiana en el primer trimestre de 2019, junto con las revisiones a la baja del crecimiento en 2020, hicieron que la brecha del producto fuera más negativa que la estimada previamente (Gráfico 1.5).

Gráfico 1.5  
Fan chart de la brecha del producto <sup>a/, b/</sup>



a/ El gráfico muestra los intervalos simétricos al 30%, 60% y 90% de confianza sobre esta senda para un horizonte a 8 trimestres. Estos intervalos se construyen a partir de los errores de pronóstico del pronóstico de los modelos del equipo técnico, evaluados de forma recursiva en cada trimestre para el período 2011-2018. Los errores de pronóstico son estimados para horizontes entre uno y cuatro trimestres. Estos últimos errores se mantienen para los cálculos de los intervalos a horizontes entre cinco y ocho trimestres.  
b/ Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.  
Fuente: Banco de la República.

# Recuadro 1 Dinámica del consumo público en 2019

Juan José Ospina  
Juan Sebastián Corrales\*

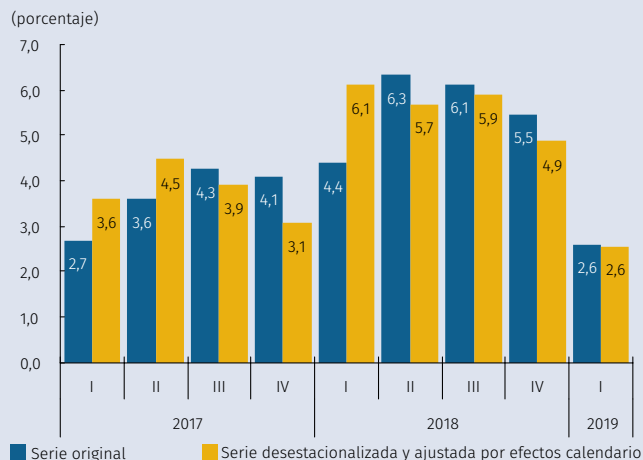
Según los resultados divulgados por el DANE, en el primer trimestre de 2019 el consumo público creció 2,6% anual, tanto en la serie original como en la serie desestacionalizada y ajustada por efectos de días calendario. Este ha sido el crecimiento anual más bajo de este gasto para un trimestre en los dos últimos años y un resultado inferior al registrado en todo 2018 (5,6%) (Gráfico R1.1). En este recuadro se argumentará por qué se espera que en lo que resta de 2019, principalmente en el segundo semestre, el consumo público tenga un mejor desempeño.

El consumo público representa alrededor del 15% del producto interno bruto (PIB) y en los últimos años su dinámica ha explicado cerca del 24% del crecimiento total de la economía (Gráfico R1.2). Debido a la alta participación en el PIB y a la relevancia en el análisis macroeconómico, es importante entender cómo se mide este tipo de gasto y las variables que podrían liderar su comportamiento esperado en el corto plazo. En las cuentas nacionales, el consumo público refleja, principalmente, las remuneraciones salariales, el consumo intermedio y el consumo de capital fijo que realizan, entre otros, el Gobierno Nacional Central (GNC) y los gobiernos departamentales y municipales.

El bajo crecimiento del consumo público fue acorde con la dinámica observada en la ejecución del presupuesto general de la nación (PGN) de 2019. Al cierre del primer trimestre dicha ejecución (22%) estuvo 13 puntos porcentuales (pp) por debajo del promedio de los últimos cinco años (35%). Al final de junio la ejecución presupuestal se mantuvo en niveles históricamente bajos (38% versus 54% del promedio entre 2014 y 2018) (Gráfico R1.3). A su vez, esto ha coincidido con un incremento significativo de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco de la República durante lo corrido del año, que al cierre de junio alcanzaron su máximo de COP39,5 billones (Gráfico R1.4).

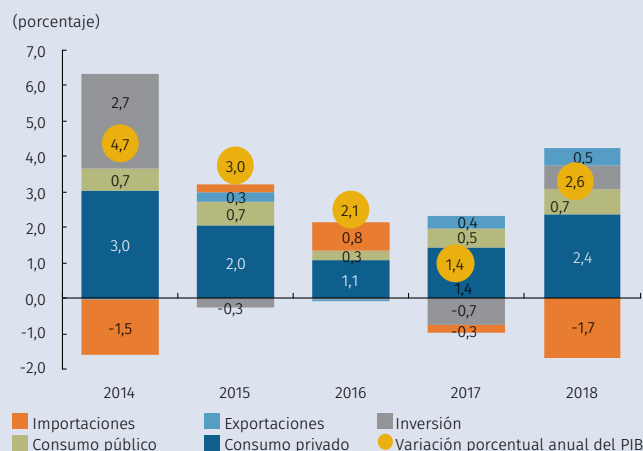
\* Los autores son, en su orden, jefe asesor y profesional líder de la sección de Sector público del Banco de la República. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Gráfico R1.1  
Crecimiento anual del consumo público de la PET



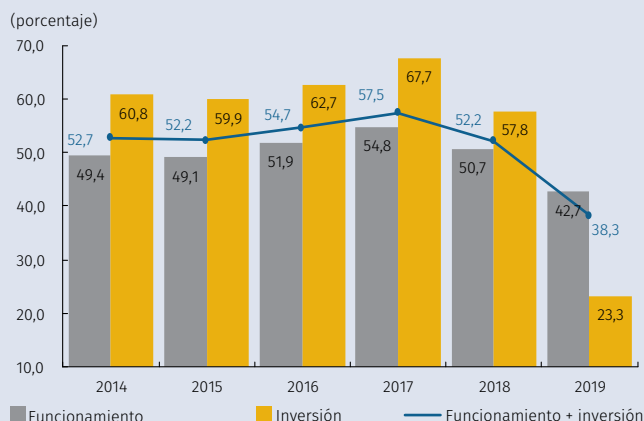
Fuente: DANE.

Gráfico R1.2  
Contribuciones al crecimiento del PIB



Fuente: DANE.

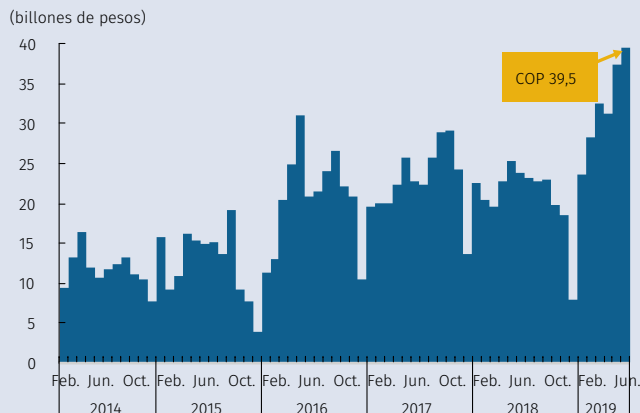
Gráfico R1.3  
Ejecución del PGN de 2019 al mes de junio  
(obligaciones como porcentaje de apropiación inicial)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.



**Gráfico R1.4**  
Depósitos de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en el Banco de la República

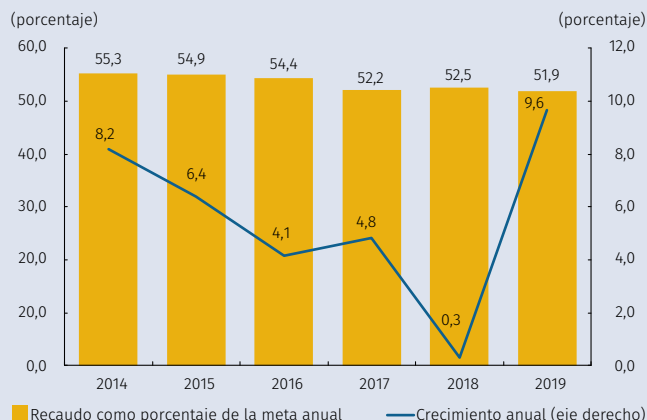


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Los resultados a junio de la ejecución presupuestal sugieren que en el segundo trimestre del año el consumo público habría mantenido un crecimiento relativamente bajo comparado con años anteriores. Sin embargo, el recaudo tributario, principal componente de los ingresos del GNC (86%), registra un buen desempeño. Al cierre de junio el recaudo acumulado presentó un crecimiento de 9,6% frente al mismo período del año anterior y un cumplimiento de 52% frente a la meta de todo 2019: COP 157 billones (Gráfico R1.5), la cual es superior en COP 15,3 billones a la de 2018. De continuar la buena dinámica de ingresos del GNC, en el segundo semestre del año la ejecución presupuestal podría acelerarse, sujeto al cumplimiento de la meta del déficit fiscal de 2,4% del PIB para este año. Esto contribuiría a que el consumo público tenga un mejor desempeño en el segundo semestre del año. Adicionalmente, este es el último año de las administraciones territoriales, las cuales históricamente se han caracterizado por una mayor ejecución de recursos con respecto a los tres primeros años de mandato. Acorde con lo anterior, el pronóstico de crecimiento del consumo público se ubica entre 3,3% y 3,6% para todo 2019.

Para 2020 existen dos razones principales para esperar una desaceleración del consumo público. La primera es que será el primer año de los gobiernos regionales y locales, período en el que la ejecución de gasto ha sido tradicionalmente baja por parte de estas entidades. La segunda tiene que ver con que el anteproyecto del PGN para 2020 sugeriría un recorte frente al aprobado para 2019<sup>1</sup>.

**Gráfico R1.5**  
Recaudo tributario acumulado a junio



Fuente: DIAN.

1 Al cierre editorial de este recuadro no se conocía el proyecto del PGN para 2020. Este se presentó al Congreso de la República el 29 de julio con un incremento frente al PGN de 2019. Sin embargo, los posibles riesgos que enfrenta el Gobierno Nacional para lograr los ingresos necesarios para financiar el PGN podrían materializarse en unos bajos niveles de ejecución que contribuirían a una desaceleración del consumo público en 2020.

# 02

## Situación económica actual

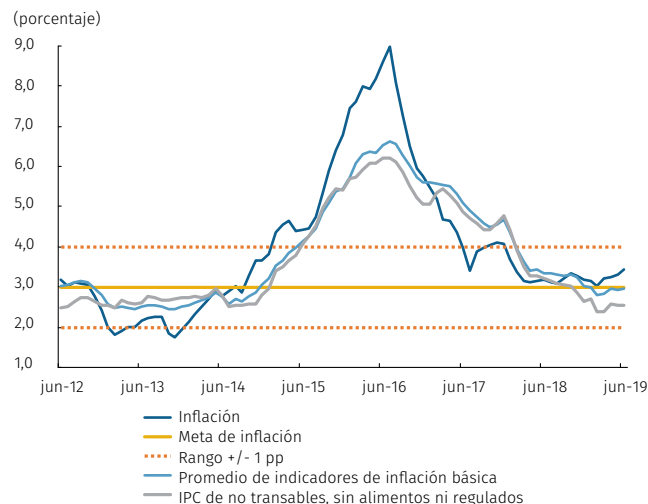
### 2.1 Comportamiento de la inflación y precios

**Durante el segundo trimestre de 2019 la inflación al consumidor se mantuvo en niveles cercanos a la meta, aunque con una tendencia ascendente más pronunciada que lo esperado por el equipo técnico.** En junio la inflación anual fue del 3,43%. Durante los últimos tres meses las presiones alcistas se originaron principalmente en los precios de los alimentos y en menor magnitud en los transables, canastas que estuvieron sometidas a choques de oferta, en principio transitorios, los cuales no fueron plenamente contemplados en los informes anteriores.

**En los últimos meses la inflación básica permaneció en niveles levemente por debajo del 3,0%, con una tendencia ascendente pero moderada.** El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco de la República se situó en 2,96% en junio, lo que representó un aumento frente al dato de marzo (2,82%). El IPC sin alimentos ni regulados aumentó de 2,38% en marzo a 2,54% en junio, lo que se atribuye en gran parte al comportamiento del segmento transable (Gráfico 2.1).

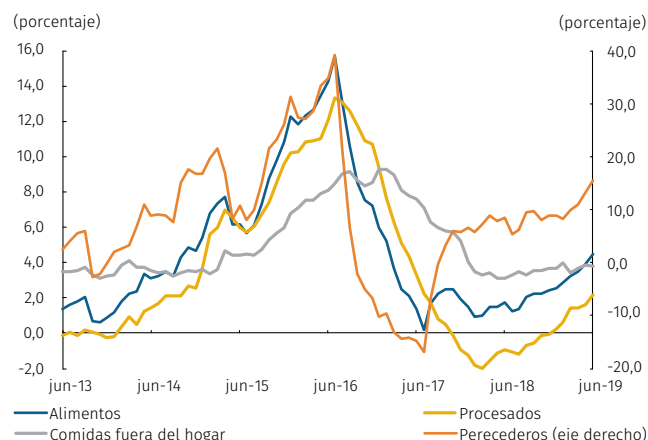
**Además del ciclo agrícola normal, la aceleración en el precio de los alimentos (de 2,43% en diciembre a 4,46% en junio) se explica por efectos asociados con el fenómeno de El Niño, por mayores impuestos indirectos y por cierres de carreteras (Gráfico 2.2).** El evento climático de El Niño, pese a estar clasificado como débil o moderado, habría afectado de manera significativa (y mayor a la esperada) los precios de los perecederos y las carnes, con particular fuerza en las ciudades de la costa Atlántica. Además, el IPC de los alimentos procesados (cuya variación anual

**Gráfico 2.1**  
Índice de precios al consumidor (IPC)  
(variación anual)



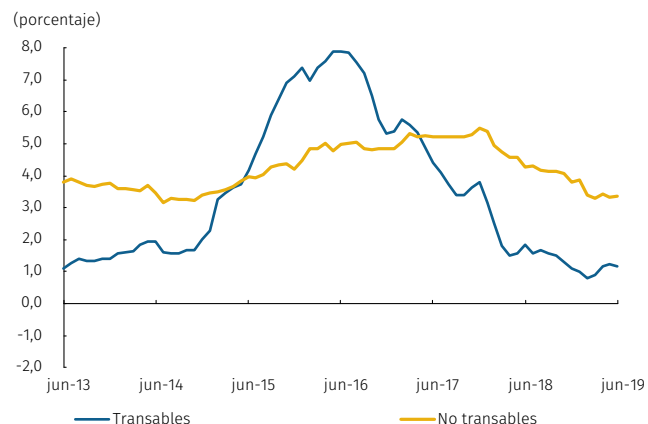
Fuentes: DANE y Banco de la República.

**Gráfico 2.2**  
IPC de alimentos por grupos  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 2.3**  
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

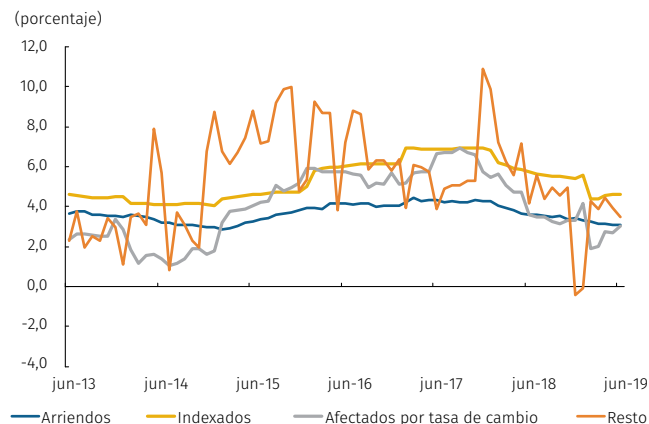
pasó de -0,08% en diciembre a 2,18% en junio), se ha visto presionado al alza por el impuesto plurifásico de la Ley de Financiamiento, el cual afectó el precio de las gaseosas en lo corrido del año (4,65%). El paro indígena también generó problemas de oferta de alimentos en el sur del país en el primer trimestre del año, al aumentar sus precios transitoriamente. Más recientemente, los continuos cierres de la vía Villavicencio-Bogotá estarían empezando a generar presiones alcistas sobre los alimentos perecederos en ambas ciudades.

**El IPC de transables registró incrementos por encima de lo previsto en los últimos tres meses.** La variación anual de los transables aumentó desde 0,90% en marzo a 1,17% en junio (Gráfico 2.3). El incremento del impuesto *ad valorem* a las bebidas alcohólicas, cuya magnitud fue subestimada en el informe anterior, estaría explicando parte de este comportamiento y el error de pronóstico. Dicho impuesto, el cual empezó a regir a partir del 1 enero de este año, hizo incrementar el precio de las bebidas alcohólicas en 7,96% año corrido a junio, lo que habría aportado 24 puntos básicos (pb) de los 141 pb en que se incrementó el IPC de transables desde enero. Es importante anotar que esta alza es por una sola vez y debe tener efectos transitorios sobre la inflación anual, sobre todo teniendo en cuenta la reversión parcial del aumento de este gravamen, que debería ocurrir a partir del tercer trimestre<sup>2</sup>. La depreciación acumulada también tuvo incidencia en el aumento de los transables, pero quizá menor que la esperada. La transmisión de la depreciación a los precios de los transables, y al consumidor en general, sigue siendo baja, en especial si se considera el aumento del tipo de cambio en el segundo trimestre.

**La variación anual de los no transables ha mostrado una relativa estabilidad en los últimos meses, contribuyendo poco al aumento de la inflación total.** La variación anual de esta canasta se situó en junio en 3,36%, un nivel levemente por encima del

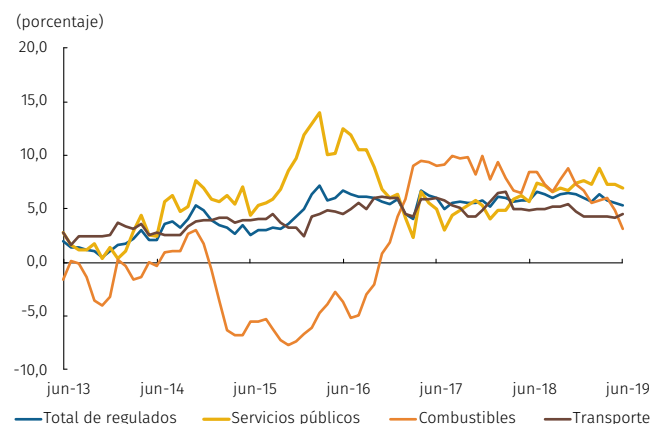
2 Véase la nueva lista tarifaria publicada el 15 de junio de 2019, que se acompaña con la nueva metodología, la cual excluye hoteles y restaurantes (<https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/bebidas-alcoholicas/graficas/2019-junio-Metodologia-para-el-calculo-de-PVPLVA.pdf>).

**Gráfico 2.4**  
IPC de no transables, sin alimentos ni regulados  
(variación anual)



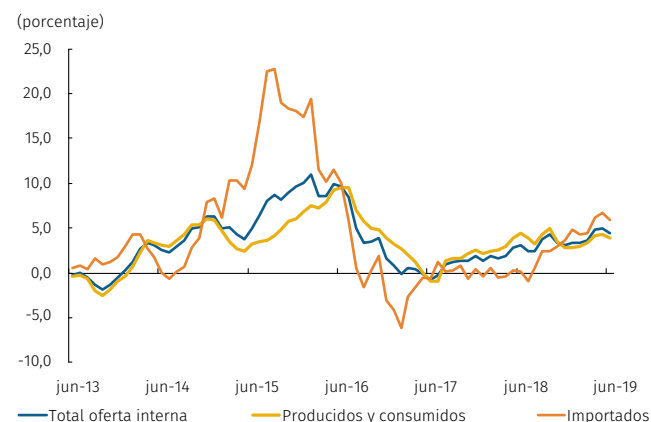
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 2.5**  
IPC de regulados y sus componentes  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 2.6**  
IPP por procedencia  
(variación anual)



Fuente: DANE.

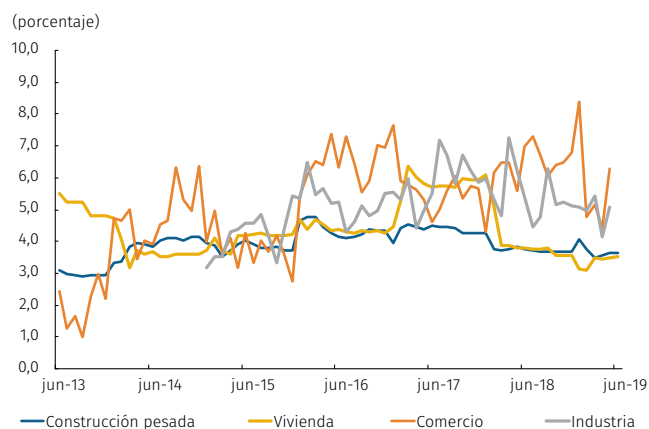
de marzo (3,29%) (Gráfico 2.3). La presencia de una brecha negativa del producto sugiere que las presiones de demanda son bajas, lo cual explicaría la estabilidad de este indicador a lo largo del año y el comportamiento de rubros como los arriendos, cuyos ajustes han venido disminuyendo paulatinamente y a junio se encontraban en 3,06% (Gráfico 2.4).

**Desde marzo el IPC de regulados se desaceleró, pero sigue presentando incrementos altos.** El ajuste anual de este grupo pasó de 6,37% en diciembre a 6,42% en marzo y a 5,33% en junio (Gráfico 2.5). Esta caída se ha presentado en todos los componentes, salvo en transporte, cuyo comportamiento venía con tendencia a la baja, pero repuntó en junio. A pesar de estos descensos, las tarifas de los servicios públicos (energía, acueducto y gas) han mantenido ajustes anuales superiores al 6,0% y siguen siendo la principal fuente de presiones alcistas. Las alzas en la energía y el gas han sido particularmente importantes en las ciudades de la costa Atlántica, y en el caso de la energía se explicarían en parte por la mayor exposición de la empresa regional (Electricaribe) al precio *spot*, en un entorno donde este subió como resultado de los mayores costos de generación que supuso la presencia de El Niño. Sin embargo, recientemente estas alzas habrían sido mitigadas por importaciones de energía provenientes de Ecuador y por un debilitamiento de la demanda de energía. En el caso del acueducto, el ajuste tarifario se concentró en Medellín, y obedece a recargos para financiar proyectos de saneamiento ambiental.

**La inflación al consumidor estaría enfrentando algunas presiones alcistas por aumentos de costos no laborales;** así se desprende de la tendencia creciente observada en la variación anual del índice de precios al productor (IPP) total de oferta interna a lo largo del año en curso, cuya tasa pasó de 3,09% en diciembre a 4,43% en junio (Gráfico 2.6). Las presiones alcistas se intensificaron entre marzo y mayo, de la mano de la depreciación del peso en esos meses, pero tendieron a reducirse en junio. Otra fuente de presiones alcistas ha sido los precios de los productos del sector agropecuario, los cuales se vieron afectados por el fenómeno de El Niño, los cierres viales y una baja base de comparación. La variación anual del IPP de este sector pasó de 4,90% en marzo a 11,09% en junio.

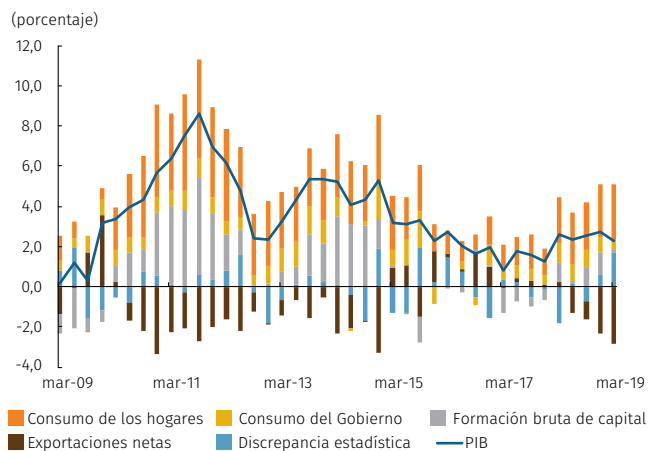
**Los costos laborales no vienen ejerciendo presiones alcistas importantes sobre los precios al consumidor en los últimos meses.** El ajuste del salario mínimo de 6,0% este año habría repercutido en los aumentos de los precios de algunos servicios no transables, como educación y servicios de la vivienda, al situarlos por encima de 4,4%. Sin embargo, los salarios del mercado se siguen ajustando en niveles cercanos o inferiores a los observados en diciembre pasado, con lo cual se espera que sean compatibles con la meta del 3,0%, sobre todo después de tener en cuenta las posibles ganancias en productividad. Con cifras a abril-mayo, el ajuste anual promedio de los salarios de la industria (4,6%) y los de comercio (5,3%) aumentaron, aunque mantienen niveles cercanos a los observados a finales del año pasado. Por su parte, con cifras a junio, el ajuste de los salarios de la construcción de vivienda (3,6%) y los de la construcción pesada (3,5%) se mantuvieron estables (Gráfico 2.7). Se espera que este contexto, favorable para la inflación, continúe en lo que resta del año, ya que la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (Nairu, por su sigla en inglés) estimada para 2019 se situaría consistentemente por debajo de la tasa de desempleo urbana esperada.

Gráfico 2.7  
Salarios nominales  
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.8  
Crecimiento del PIB: contribuciones por el lado del gasto<sup>a/</sup>  
(variación anual, puntos porcentuales)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

## 2.2 Crecimiento y demanda interna

### 2.2.1 El PIB por el lado del gasto

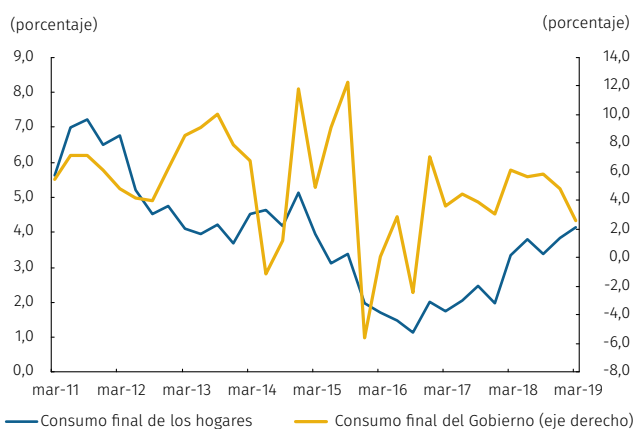
**En el primer trimestre de 2019 la economía colombiana se desaceleró y creció a un ritmo menor que el previsto por el equipo técnico.** Según las cifras corregidas por estacionalidad y por efecto calendario publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en dicho período el PIB registró una expansión anual de 2,3% (Gráfico 2.8), menor que el 3,2% proyectado en el anterior *Informe sobre Inflación*. Este comportamiento significó un crecimiento nulo entre trimestres. En su serie original el PIB registró una expansión del 2,8% (frente a 2,7% del cuarto trimestre de 2018). Durante estos meses el PIB estuvo impulsado por el consumo privado y por la inversión en maquinaria y equipo, pero fue afectado por choques negativos de consideración en otros componentes de la demanda interna, los cuales no fueron anticipados. Las exportaciones netas contribuyeron de manera negativa a la expansión del PIB.

**Los resultados por el lado del gasto muestran una desaceleración de la demanda interna en el primer trimestre.** La serie desestacionalizada de este agregado registró un crecimiento de 2,7% en el pri-

mer trimestre de 2019, por debajo del 4,1% observado hacia finales del año pasado y del 3,9% del agregado de 2018.

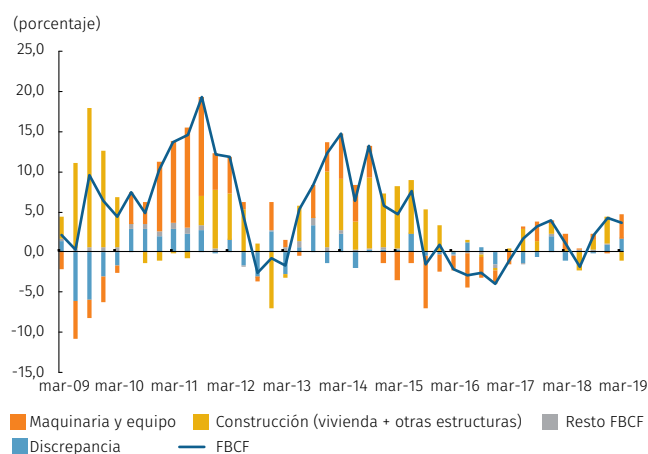
**Los choques negativos del primer trimestre ocurrieron en la inversión en construcción (tanto de vivienda como de otras edificaciones y estructuras, la cual incluye obras civiles) y en el consumo público.** Ambos componentes registraron retrocesos trimestrales. En el primer caso, la mayor contribución a la caída se dio en el renglón residencial, probablemente por la vivienda diferente de interés social (no VIS). En el segundo, el resultado habría obedecido al desfase de tiempos en los ajustes salariales del sector público y a un menor nivel de ejecución de los gobiernos en sus niveles nacional y local (Gráfico 2.9).

**Gráfico 2.9**  
Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General <sup>a/</sup>  
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 2.10**  
Crecimiento de la formación bruta de capital fijo (FBCF):  
contribución de sus componentes  
(variación anual)



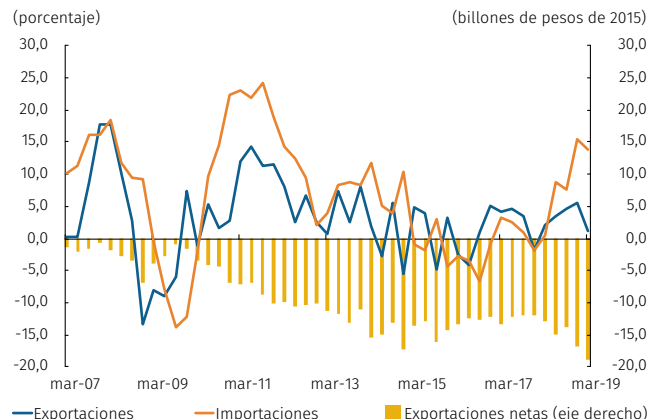
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**El consumo de los hogares mostró un crecimiento mejor que el de trimestres anteriores y por encima de lo esperado (Gráfico 2.9).** Todos los componentes del consumo privado se expandieron en términos anuales, siendo el de servicios el de mayor contribución a la expansión. Lo anterior se registró en un contexto donde la capacidad de gasto de los hogares se habría visto beneficiada por una amplia disponibilidad de crédito y por el comportamiento de las remesas. En efecto, en lo corrido del año se ha visto una amplia demanda de recursos al sistema financiero por parte de los hogares, según lo indican las cifras de cartera de consumo. En el primer trimestre este agregado creció 9,8% anual en términos nominales. Esta tendencia continuó en el segundo trimestre, al registrarse una expansión anual de 11,1%. Al deflactar con el IPC sin alimentos, también se observaron dinámicas importantes: los crecimientos anuales de la cartera de consumo en términos reales para el primer y segundo trimestres fueron, en su orden, 6,4% y 7,5%. Algo similar sucedió con las remesas, que en dólares registraron un crecimiento anual del 9,5% durante el primer trimestre, lo que se confirmó con los registros de abril (13,2%).

**La inversión en maquinaria y equipo reportó un crecimiento importante en el primer trimestre del año.** Este subcomponente de la formación bruta de capital se expandió 9,8% frente a igual período de 2018 (Gráfico 2.10). La serie desestacionalizada mostró niveles que no se registraban desde 2014, período previo al choque a los términos de intercambio.

**Las exportaciones fueron poco dinámicas y se situaron por debajo de lo previsto.** El crecimiento anual de este rubro del PIB fue de 1,1% durante el

**Gráfico 2.11**  
Exportaciones, importaciones y balanza comercial <sup>a/</sup>  
(variación anual y billones de pesos de 2015)

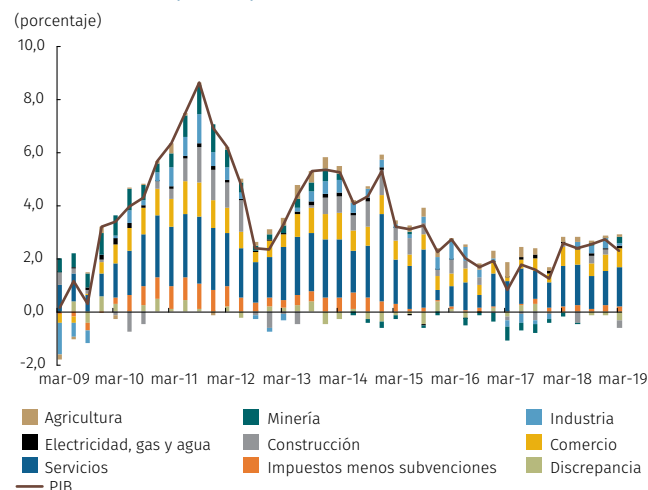


a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

primer trimestre de 2019, el cual contrastó con el buen desempeño registrado durante la segunda mitad del año pasado (Gráfico 2.11). Parte de esta desaceleración habría sido resultado de algunos choques de oferta que habrían limitado las posibilidades de expansión de las ventas al exterior de bienes básicos, y en particular de carbón.

**Durante el primer trimestre las importaciones aumentaron a tasas anuales de dos dígitos (Gráfico 2.11).** Este comportamiento, afín con el observado para la demanda interna intensiva en bienes provenientes del exterior, estuvo sustentado por la dinámica de las compras de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte, así como de bienes de consumo duradero, principalmente.

**Gráfico 2.12**  
Crecimiento del PIB: contribuciones por el lado sectorial <sup>a/</sup>  
(variación anual, puntos porcentuales)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

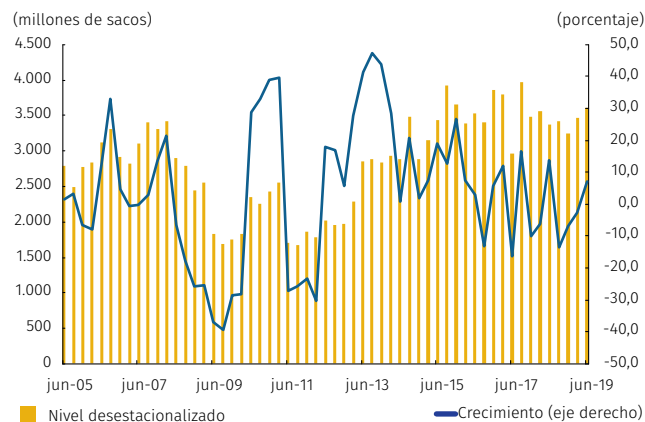
## 2.2.2 El PIB por el lado de la oferta e indicadores sectoriales

**Los sectores que más crecieron anualmente en el primer trimestre de 2019 fueron actividades financieras y de seguros, junto con minería.** Dichos sectores registraron expansiones de 5,5% y 4,9%, respectivamente. Por contribuciones, el sector que más aportó al crecimiento anual en el mismo período fue el de comercio, transporte y alojamiento, cuyo desempeño representó cerca de un tercio de la expansión total de la economía. En contraste, la construcción registró un deterioro anual significativo (-4,5%) (Gráfico 2.12).

**En el primer trimestre también se destacó el desempeño favorable del sector de administración pública y defensa, educación y salud.** El grupo creció anualmente 4,0%, impulsado en mayor medida por el subsector salud. Sin embargo, el total del sector cayó en términos trimestrales. Buena parte de esta caída obedeció al retroceso del subsector de administración pública y defensa.

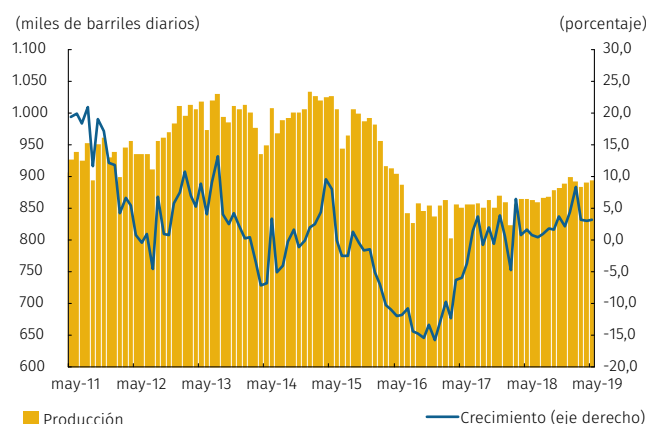
**Durante el primer trimestre del año el sector agropecuario presentó un crecimiento anual bajo, similar al del trimestre anterior.** La variación de 1,2% del sector se debió a la expansión de la ganadería, que contrarrestó el nulo crecimiento del renglón de cultivos. La producción de café del segundo trimestre indica un mejor desempeño de este último subsector (Gráfico 2.13). La minería, por su parte, registró una aceleración importante, principalmente debido al mayor crecimiento anual de la producción de petróleo y a la menor caída de la de carbón. En el bimestre abril-mayo la

**Gráfico 2.13**  
Producción de café  
(trimestral y crecimiento anual)



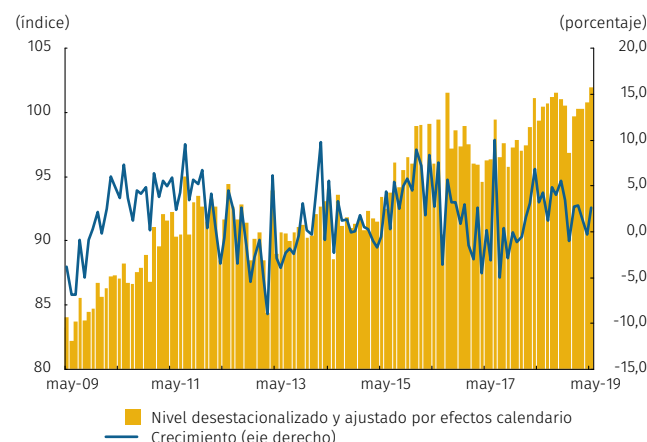
Fuente: Federación Nacional de Cafeteros; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 2.14**  
Producción de petróleo  
(mensual y crecimiento anual)



Fuente: ANH; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 2.15**  
Producción industrial real total  
(crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

producción de crudo aumentó en el margen, pero registró un crecimiento anual inferior al del primer trimestre (Gráfico 2.14).

**El PIB de la industria manufacturera se desaceleró en el primer trimestre.** Este sector registró un crecimiento anual del 1,0%. Adicionalmente, el sector presentó un deterioro en términos trimestrales, principalmente debido a los retrocesos de los renglones de refinación del petróleo y fabricación de maquinaria y equipo. Al excluir refinación, el resto de actividades industriales registraron una expansión del 1,5%. Las cifras de producción industrial de abril y mayo, provenientes de la *Encuesta mensual manufacturera* del DANE, apuntan a un comportamiento similar al del primer trimestre (Gráfico 2.15).

**El PIB de la construcción registró una caída anual y trimestral importante de la mano de la construcción de edificaciones, principalmente.** Este renglón presentó una variación anual de -8,8% en el primer trimestre. Aunque la construcción de obras civiles registró un crecimiento anual (4,7%), su nivel fue inferior al observado un trimestre atrás.

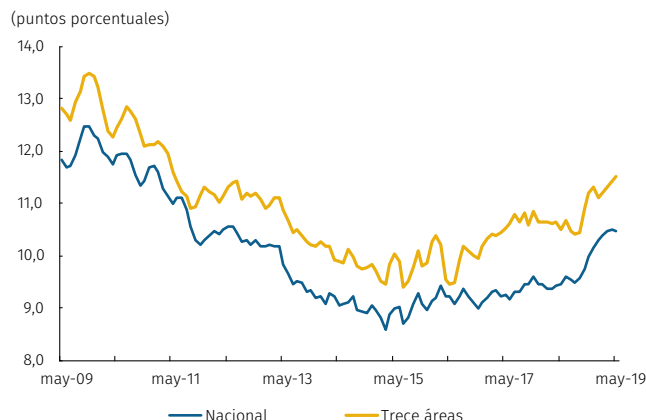
## 2.3 Mercado laboral

**Las cifras más recientes de empleo muestran un mercado laboral que continúa débil, tal como se había previsto en informes pasados.** La tasa de desempleo (TD) se mantuvo en niveles relativamente altos tanto para el total nacional como para las trece áreas metropolitanas más importantes. A mayo de 2019 la TD se ubicó en niveles superiores a los presentados hace un año para ambos dominios geográficos, pero se mantuvo, con cifras desestacionalizadas, en registros similares a los de los últimos meses (Gráfico 2.16). El aumento anual de la TD urbana se explica principalmente por la caída de la tasa de ocupación (TO). La dinámica reciente de la tasa global de participación (TGP) ha contribuido a mitigar el aumento de la TD, pues ha registrado caídas anuales, aunque menores que las de la TO.

**Durante el período marzo-mayo el número de ocupados descendió levemente y la agricultura fue el sector económico que más contribuyó a este comportamiento.** Tanto en el total nacional como en

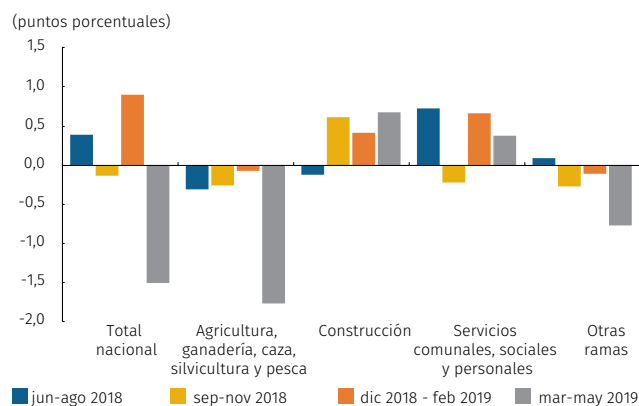


**Gráfico 2.16**  
Tasa de desempleo  
(trimestre móvil desestacionalizado)



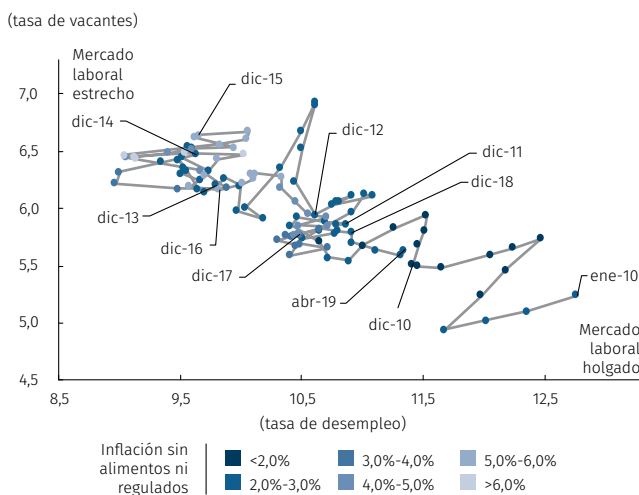
Fuente: DANE (GEIH).

**Gráfico 2.17**  
Crecimiento anual de ocupados por ramas  
(total nacional)  
(contribución en puntos porcentuales al cambio anual)



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 2.18**  
Curva de Beveridge para las 7 ciudades principales



Nota: series desestacionalizadas. Trimestre móvil.  
Se usa la tasa de vacantes estimada por la metodología de contrataciones de la GEIH.  
Fuentes: DANE (GEIH) y Banco de la República.

las trece áreas el número de ocupados disminuyó, lo que explica la caída de la TO en estos dominios. Particularmente, en este período la agricultura fue el sector con la mayor contribución negativa en la generación de empleo en el total nacional, aportando -1,8 pp a la variación anual del -1,5% de los ocupados. El comportamiento adverso del empleo agrícola se ha concentrado en las regiones Oriental y Pacífica, y en cultivos agrícolas transitorios distintos a los cereales, hortalizas y tabaco. Por otra parte, la construcción es el sector con el mayor aporte positivo a la generación de empleo en el total nacional y en las áreas urbanas, aunque su alto ritmo de crecimiento está influenciado por una base de comparación baja en el año pasado (Gráfico 2.17).

**En cuanto a la calidad del empleo en las zonas urbanas, los asalariados y formales, que representan el empleo de mejor calidad, se mantuvieron estables en niveles similares a los de hace un año, mientras que las categorías de menor calidad, representadas por los no asalariados y los informales, disminuyeron.** Si bien el crecimiento anual de los ocupados en las áreas urbanas tuvo una caída leve en el trimestre marzo-mayo (-0,9%), las clasificaciones de mejor calidad del empleo dejaron de crecer y permanecieron estables en niveles similares a los de hace un año. En este contexto, el empleo asalariado calificado presentó expansiones modestas, mientras que los asalariados no calificados se contrajeron. Por su parte, las categorías de empleo de menor calidad registraron caídas anuales: de -2,0% para los informales y de -1,8% para los no asalariados.

**La información disponible sugiere que el mercado laboral presenta excesos significativos de fuerza de trabajo en relación con su demanda (mercado holgado), por lo que no constituye un frente de presiones inflacionarias.** El indicador de estrechez del mercado laboral, definido como la razón entre vacantes sobre el número de desempleados, sigue registrando una tendencia decreciente, lo que sugiere un mercado laboral cada vez más holgado. Al ubicar estos datos en la curva de Beveridge, en la que se relaciona la tasa de vacantes con la tasa de desempleo, se evidencia que el mercado laboral en lo corrido del año se sitúa en un punto en el que no debería generar presiones sobre la inflación (Gráfico 2.18).

## 2.4 Mercado monetario y financiero

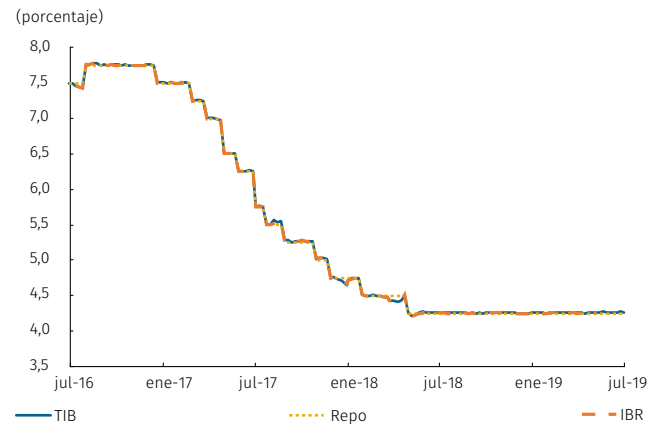
Las tasas de interés del mercado monetario se han mantenido estables y cerca de la tasa de política (Gráfico 2.19). En el primer semestre del año la tasa interbancaria (TIB) y el indicador bancario de referencia *overnight* (IBR) se han mantenido en niveles cercanos a la tasa de política, registrando promedios de 4,25% y 4,26%, respectivamente. Las tasas de interés IBR a uno, tres y seis meses estuvieron relativamente constantes durante el segundo trimestre del año, aunque registraron reducciones hacia finales de junio. Así, las condiciones del mercado monetario siguen siendo favorables y no evidencian presiones significativas en el costo de dichas fuentes de fondeo.

En términos reales, las tasas de interés de los créditos continúan en niveles bajos (Gráfico 2.20). Durante los primeros cinco meses del año las tasas de interés reales a los hogares (consumo e hipotecaria) no han presentado una tendencia definida y se encuentran por debajo de sus promedios históricos. En el mismo período, las tasas de interés comerciales reales continuaron en niveles bajos. Este resultado fue producto de la tendencia decreciente que se presentó hasta finales de 2018 en las tasas de interés de los créditos preferenciales y ordinarios.

La cartera de consumo continúa con su buen dinamismo, mientras que la comercial se mantiene débil (Gráfico 2.21). En lo corrido del año el crédito real a los hogares se ha expandido a tasas cercanas al 7,4%, superior al ritmo de crecimiento del producto. Esta dinámica ha sido principalmente consecuencia de la aceleración del crédito de consumo. Por su parte, la cartera comercial no ha crecido en términos reales, conservando la débil dinámica registrada durante los últimos dos años. Al incluir otras fuentes de financiamiento de las empresas, en particular, emisión de bonos y endeudamiento externo directo, el crecimiento en términos reales es positivo, pero es aún inferior a la actividad económica.

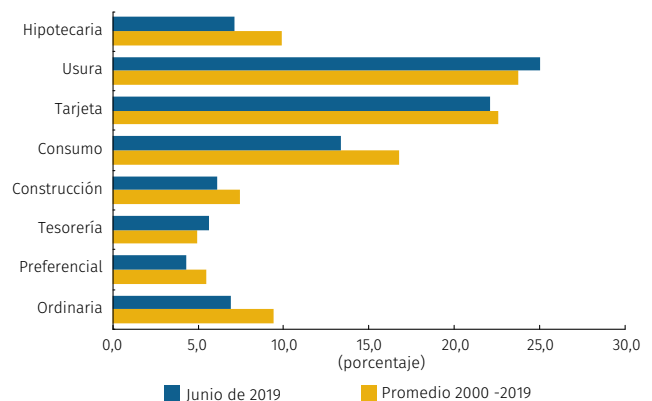
Actualmente, existen varios elementos de oferta que favorecerían el crédito comercial en lo que resta del año. Entre ellos se destacan las bajas tasas de interés comercial, la desaceleración de la cartera vencida y los altos niveles de cubrimiento e indicadores adecuados de solvencia. Adicionalmente, los

Gráfico 2.19  
Tasa de interés de política, TIB e IBR<sup>a/</sup>  
(datos semanales)



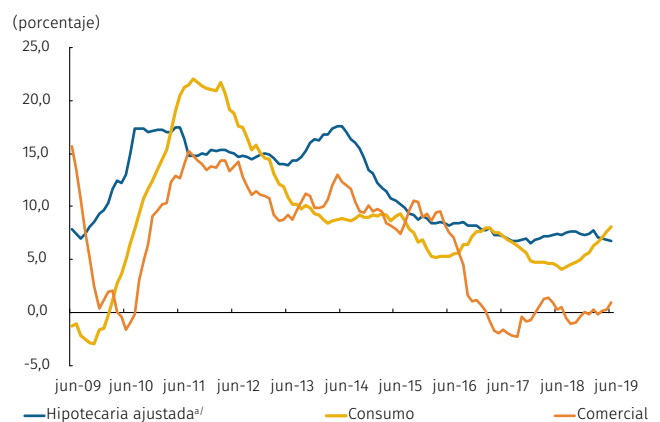
a/ TIB: tasa interbancaria; IBR: indicador bancario de referencia; repo: tasa de política. Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Gráfico 2.20  
Tasas de interés reales del crédito bancario en moneda nacional  
(deflactado con IPC sin alimentos)



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.21  
Crecimiento anual de la cartera bruta real en moneda nacional  
(deflactado con IPC sin alimentos)



a/ Cartera bancaria más titularizaciones. Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

resultados de las encuestas de crédito y de expectativas indican que los agentes perciben una buena disponibilidad de préstamos con tendencia a mejorar y que las entidades financieras manifiestan su disposición para aumentar el crédito.

## Recuadro 2

# Comportamiento reciente del PIB de la construcción y perspectivas para 2019

Juan Pablo Cote  
Sergio Restrepo\*

Las cifras del producto interno bruto (PIB) para el primer trimestre de 2019 (desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario) por el lado de la oferta revelaron que la construcción registró una caída anual del 4,5% y una trimestral del 4,0%. Este fue el segundo retroceso trimestral consecutivo de la construcción, pues también había registrado un leve descenso en el último trimestre de 2018 (Gráfico R2.1).

Por componentes, la mayor parte del deterioro se debe a la construcción de edificaciones<sup>1</sup>, la cual registró una reducción anual del 8,8% y una trimestral del 9,6% en los primeros meses del año. En cuanto a la construcción de obras civiles, esta creció un 4,7% anual, pero se contrajo trimestralmente un 5,3%, luego de la recuperación que había mostrado desde el segundo y hasta el cuarto trimestre de 2018.

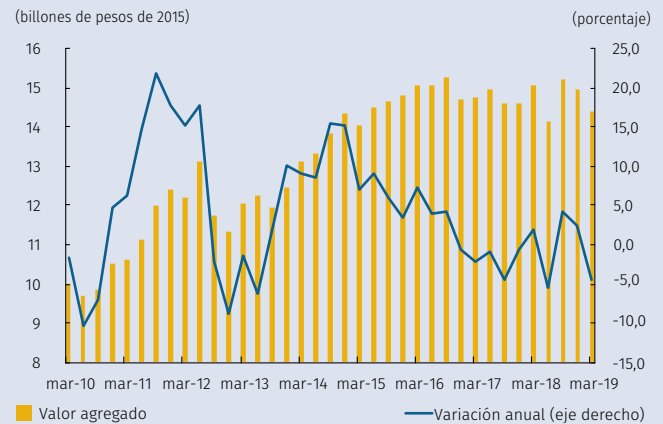
Por subsectores, la caída trimestral de la construcción de edificaciones estuvo concentrada principalmente en la rama residencial. De acuerdo con el censo de edificaciones del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), con cifras al primer trimestre del año, la reducción entre trimestres del área causada en veinte territorios de cobertura fue del 13,2%. De ella, cerca de dos tercios correspondieron a la destinada a uso residencial (cuya variación trimestral fue del -11,8%), mientras que el tercio restante se debió a los destinos no residenciales (Gráfico R2.2).

\* Los autores son, en su orden, profesional y profesional experto del Departamento de Programación e Inflación, del Banco de la República. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

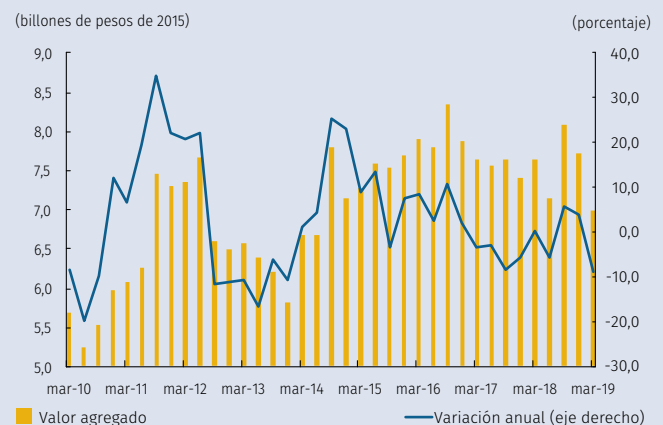
1 Incluye vivienda (casas y apartamentos) y edificaciones con destinos no residenciales (oficinas, comercio, bodegas, educación, hoteles, hospitales, administración pública y otros).

Gráfico R2.1  
Valor agregado de la construcción y sus componentes  
(desestacionalizado y corregido por efectos calendario)

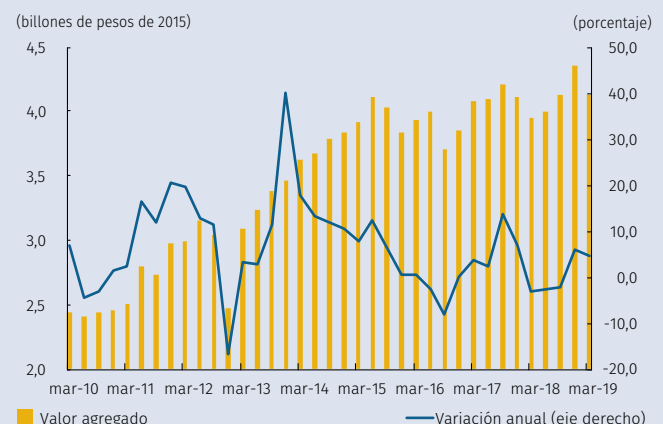
### A. Construcción



### B. Construcción de edificaciones residenciales y no residenciales

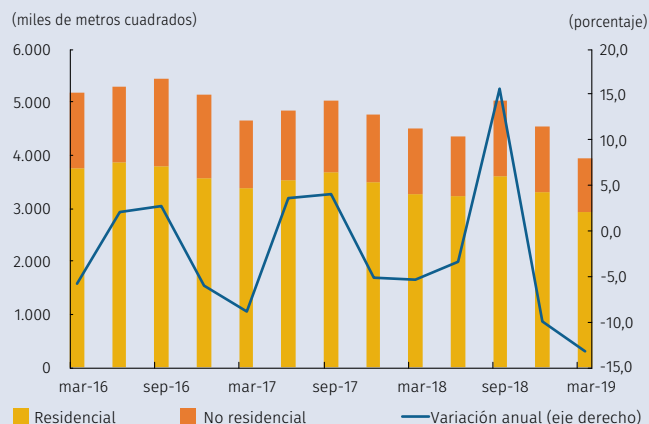


### C. Construcción de carreteras y vías de ferrocarril, proyectos de servicio público y otras obras de ingeniería civil



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico R2.2**  
Área causada según censo de edificaciones



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con respecto a la construcción de obras civiles, de acuerdo con el indicador de inversión en obras civiles (IIOC) del DANE, la caída trimestral del subsector se debió a un retroceso del renglón correspondiente a vías férreas, pistas de aterrizaje y sistemas de transporte masivo, que en el inicio del año cayó anualmente 20% en su serie original.

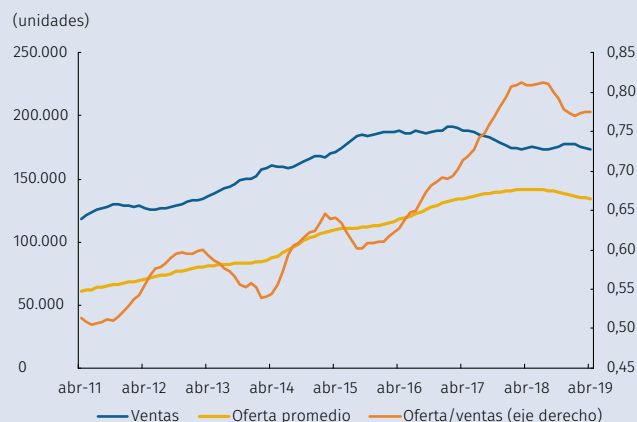
Por el lado de la demanda, el comportamiento descrito también se reflejó en una caída de la inversión en construcción. En el primer trimestre la inversión en vivienda registró un retroceso anual del 7,9% y uno trimestral del 8,3%. Por su parte, la inversión en otras estructuras, pese a que creció anualmente un 1,7%, presentó una caída del 5,3% entre trimestres.

### 1. Perspectivas para el PIB de la construcción en 2019

La incertidumbre sobre el comportamiento de la construcción en los próximos trimestres es elevada, principalmente porque el desempeño reciente del sector no permite identificar una tendencia del todo clara. No obstante, el pronóstico del equipo técnico del Banco de la República contempla que una parte del choque observado en la construcción a comienzos del año se revertirá en lo que resta de 2019. La razón es que, si bien existen indicadores que señalan debilidad en el sector, otros datos permiten esperar alguna recuperación.

En el primer grupo de indicadores se encuentran las ventas y la oferta de vivienda<sup>2</sup>, las cuales en el acumulado doce meses a abril cayeron 0,8% y 5,0% anual, respectivamente (Gráfico R2.3). Al observar por vivienda de interés social

**Gráfico R2.3**  
Ventas (acumulado 12 meses) y oferta de vivienda (promedio móvil 12 meses)

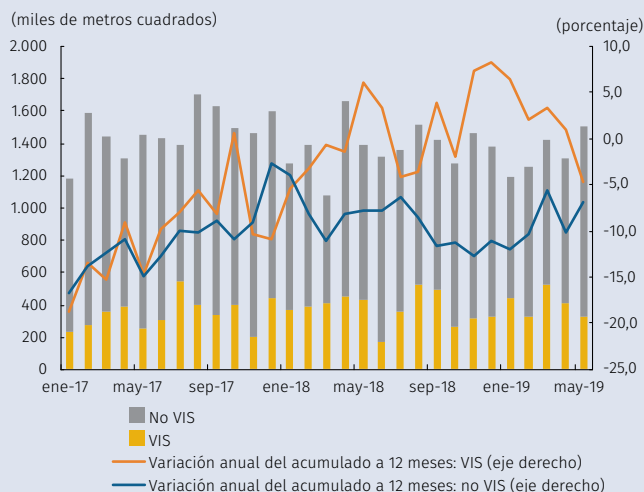


Fuente: Camacol; cálculos del Banco de la República.

(VIS) y no VIS, el mal desempeño en ventas y la caída de la oferta se dieron principalmente en este último segmento.

Adicionalmente, el desempeño de las licencias de construcción, cuya dinámica rezagada parece tener alguna relación con la del PIB de edificaciones, mostró también señales de debilidad en el pasado reciente. En particular, el área aprobada por licencias para vivienda<sup>3</sup> cayó un 1,8% anual entre enero y mayo del presente año, pese a que en el margen ha mostrado una leve tendencia a la recuperación (Gráfico R2.4). En este segmento, la principal caída anual ocurrió en el renglón no VIS. Las licencias para destinos no habitacionales cayeron un 9,6% anual en este periodo, y dentro de ellas el área licenciada para bodegas presentó la mayor reducción (-50,1%).

**Gráfico R2.4**  
Área aprobada para vivienda y variación anual del acumulado a 12 meses



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2 La oferta en cada momento es igual a las unidades disponibles del período anterior más el balance resultante entre las nuevas unidades ingresadas al mercado y las unidades que se venden en dicho lapso.

3 Reportadas para 302 municipios en los 32 departamentos del país.

Sin embargo, en contraste con los anteriores indicadores, otras cifras relacionadas con el sector han mostrado un comportamiento más favorable. Una de ellas es el empleo en la construcción, cuya serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario ha permanecido relativamente estable (de acuerdo con su tendencia) desde finales de 2018. Cuando se desagrega el empleo en la construcción en el destinado a obras civiles y su complemento, se encuentra que esta dinámica ha estado principalmente relacionada con la del empleo en construcción sin obras civiles, una proxy de aquel destinado a la construcción de edificaciones (Gráfico R2.5).

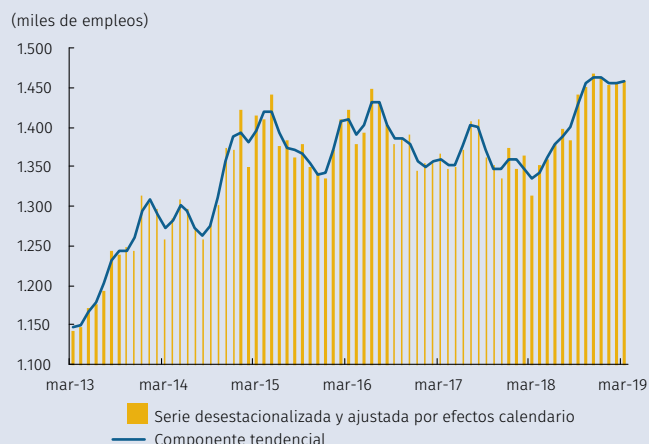
Por otro lado, el índice de confianza del consumidor (ICC) de Fedesarrollo muestra que la intención de compra de vivienda de los consumidores ha mostrado cierta estabilidad desde 2017 y, más aún, dicho balance no se ha deteriorado en el pasado reciente, acorde con los resultados de la construcción de vivienda (Gráfico R2.6). El anterior resultado permite esperar algún dinamismo en la demanda de vivienda.

Por otra parte, según el más reciente *Reporte de la situación de crédito en Colombia* del Banco de la República, para los créditos de vivienda se observó un aumento en la proporción de bancos que disminuyeron sus exigencias en los últimos tres meses y ninguno manifestó haberlas incrementado. Para los próximos tres meses se espera que se mantenga esta tendencia. Lo anterior estaría acompañado de unas tasas de interés reales de crédito hipotecario en niveles históricamente bajos, todo lo cual podría estimular el sector de la construcción de vivienda.

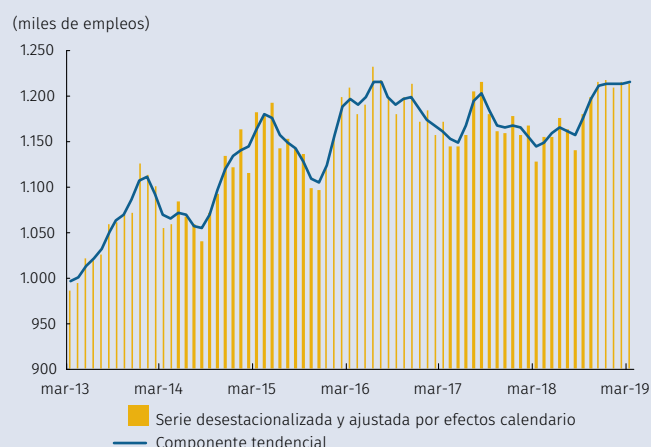
Finalmente, se espera que en los próximos trimestres la construcción de vivienda se vea favorecida por varias iniciativas del Gobierno Nacional que buscan estimular la demanda, las cuales consisten en otorgar nuevos recursos para impulsar la adquisición de vivienda VIS y aumentar el valor límite del crédito hipotecario de 70% a 90% para vivienda no VIS. Esto, sumado a un crecimiento real históricamente bajo de los precios tanto de vivienda nueva como usada (Gráfico R2.7), junto con alguna reducción en la rotación de inventarios a junio de 2019<sup>4</sup>, ofrece señales de debilidad actual pero de posible recuperación en los próximos trimestres. En cuanto a la construcción de obras civiles, su recuperación continuaría (después de la caída trimestral del primer trimestre) sustentada en las ejecuciones regionales y locales y en la reactivación esperada de los proyectos de vías de cuarta generación.

**Gráfico R2.5**  
Empleo en la construcción total y sin obras civiles (total nacional; trimestre móvil)

#### A. Construcción total

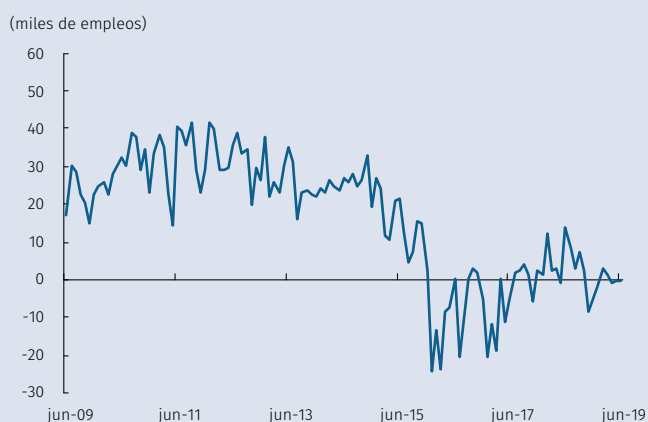


#### B. Construcción sin obras civiles



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

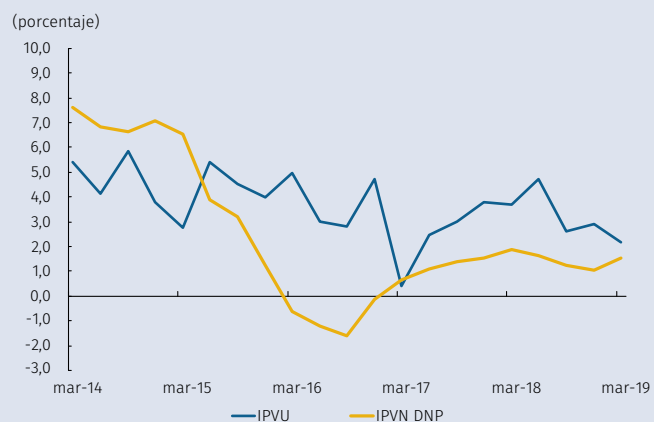
**Gráfico R2.6**  
Balance de la pregunta “¿Cree usted que este es un buen momento para comprar vivienda?” del ICC de Fedesarrollo



Fuente: Fedesarrollo.

4 Calculado como la razón entre las unidades de vivienda nueva ofrecidas mensualmente y el promedio trimestral de las unidades vendidas de vivienda nueva. Fuente: La Galería Inmobiliaria.

Gráfico R2.7  
Índices de precios de vivienda nueva y usada  
(variación porcentual anual)



Fuentes: DNP y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

## Recuadro 3

# Efectos en el mercado laboral colombiano de la reciente migración desde Venezuela

José David Pulido\*

En los últimos tres años América Latina ha presenciado un fenómeno migratorio sin antecedentes en su historia. Según cifras de Naciones Unidas, en 2019 el número de migrantes desde Venezuela alcanza los cuatro millones de personas<sup>1</sup>. A partir de estimaciones basadas en la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE, a marzo de 2019 Colombia, el principal país receptor, albergaba cerca de 1,4 millones de venezolanos. El objetivo de este recuadro es estudiar los posibles efectos de dicha migración en el mercado laboral colombiano.

En el análisis del impacto de la migración sobre el empleo y los salarios la literatura distingue dos grandes enfoques. El primero analiza las decisiones que llevan a las personas a migrar y el proceso de asimilación de los migrantes en el mercado laboral de destino. Estudios empíricos para distintos países encuentran que, controlando por características observables de los trabajadores, los migrantes entran con niveles de empleo y de ingresos menores que los nativos, pero que estas brechas van desapareciendo a medida que transcurre el tiempo de permanencia del migrante en el país receptor<sup>2</sup>. El segundo enfoque, en el cual enfatiza este recuadro, estudia los efectos del “desplazamiento” que los migrantes pueden generar sobre el empleo y los salarios de los trabajadores nativos. Es decir, dado que en el corto plazo los restantes factores productivos son inmóviles, la

teoría económica indica que un incremento exógeno de la oferta laboral debe presionar a la baja los salarios promedio de los trabajadores. Ante la posible existencia de rigideces de salarios, esta presión se traduciría también en un aumento en el desempleo.

Para Colombia, estudios empíricos que validen la hipótesis de desplazamiento causada por la migración son aún escasos al tratarse de un fenómeno que sigue en curso. Sin embargo, dos documentos recientes intentan cuantificar la magnitud de dichos efectos. En primer lugar, el Grupo de Análisis del Mercado Laboral (Gamla) del Banco de la República, mediante la estimación de un modelo econométrico en donde las tasas de migración de cada región reportadas por la GEIH se regresan en las variables del mercado laboral de interés, y en el que la migración se instrumenta para evitar sesgos de endogeneidad<sup>3</sup>, encuentra que un aumento de 1,0 pp en la tasa de migración se asociaría a un incremento de 0,21 pp en la tasa de desempleo y de 0,18 pp en la tasa de informalidad (Gamla, 2019). En segundo lugar, Santamaría (2019) cuantifica el impacto de la migración sobre el empleo y sus desagregaciones (formal e informal) y sobre salarios, empleando como método empírico una estrategia de diferencia en diferencias y midiendo los migrantes tanto por cifras de migración a Colombia como por la cantidad de consultas en Google de palabras clave que los venezolanos podrían buscar al momento de migrar<sup>4</sup>. Con respecto al empleo, sus resultados preliminares muestran que el efecto de la migración no es estadísticamente distinto a cero, pero sí hay una recomposición del empleo formal al informal: un incremento de 1 pp en la población inmigrante aumenta el empleo informal en 0,2 pp. En cuanto a salarios, se encuentra que 1 pp de incremento en la población inmigrante reduce en 1,7 pp en promedio los salarios en el sector informal, y no se observa un cambio significativo en los salarios del sector formal. En el agregado, se percibe una caída en los salarios de cerca de 1,3 pp.

Para dimensionar las implicaciones en el mercado laboral de las elasticidades halladas para el caso colombiano, se consideran dos posibles escenarios para las sendas de migración esperada. Ambos manejan las mismas cifras de migrantes observados en el período de 2015 a 2018 obtenidas a partir de estimaciones de la GEIH: en total 1.049.000 migrantes para dicho período, 819.000 de ellos en edad de trabajar. En cambio, para la migración futura se consideran dos variantes a partir de estimaciones basadas en proyecciones demográficas. En el primer escenario, que se denomina de “migración normal”, y que se considera el más probable, los migrantes futuros en el período 2019 a 2026 alcanzarían otras 946.000

\* El autor es Investigador júnior del Grupo de Análisis del Mercado Laboral (Gamla), del Banco de la República. Agradece la colaboración de Julio Romero, investigador de la sucursal de Cartagena, en las proyecciones demográficas.

1 En la historia reciente, la magnitud de esta migración es superior a la causada por el brutal conflicto en Sudán del Sur (2,2 millones) y solo está por debajo de la migración siria (5,6 millones). Fuente: UNHCR (2019).

2 Para un resumen de las magnitudes encontradas por los principales estudios empíricos hasta inicios de los noventa, véase Borjas (1994), y para los resultados de estudios desde los noventa hasta principios de la actual década, véase Kerr y Kerr (2011).

3 Se utilizan como instrumentos las interacciones del porcentaje de individuos de cada región que en el Censo de 2005 reporta haber nacido en Venezuela y variables que reflejen el dinamismo de la economía venezolana (importaciones venezolanas y tipo de cambio en el mercado paralelo).

4 Por ejemplo, búsquedas como “venezolanos en” o “permiso especial de residencia”.



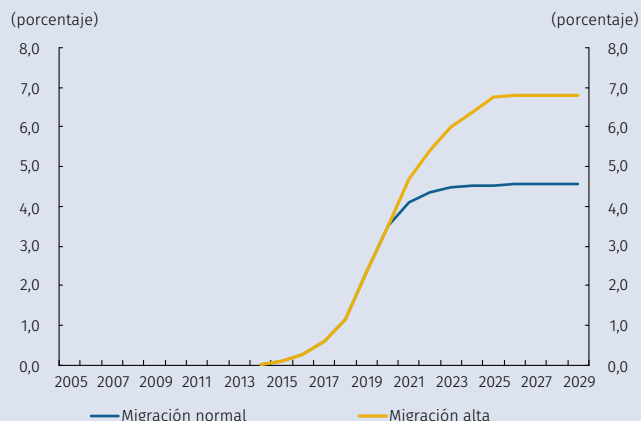
personas, 768.000 de ellas en edad de trabajar. En el segundo escenario, que se denomina de “migración alta”, los migrantes futuros en el mismo período alcanzarían 1.976.000 personas adicionales, 1.614.000 de ellas en edad de trabajar. El Gráfico R3.1 muestra la participación de los migrantes en edad de trabajar en la PET y cómo estos modificarían su senda de expansión en ambos escenarios.

Por otro lado, se usan las estimaciones de crecimiento económico para los próximos dos años del equipo técnico del Banco de la República con el fin de alimentar un pronóstico de la tasa de desempleo usando un modelo econométrico basado en el principio de ley de Okun<sup>5</sup>. A partir de dicho pronóstico y los dos escenarios de migración considerados, se utilizan las elasticidades obtenidas en Gamla (2019) para cuantificar el impacto de la migración en la tasa de desempleo. El resultado se muestra en la Gráfico R3.2. El mayor impacto de la migración sobre la tasa de desempleo se habría alcanzado a finales de 2018 y sería de 0,25 pp. Durante 2019 el impacto promedio sería de 0,24 pp.

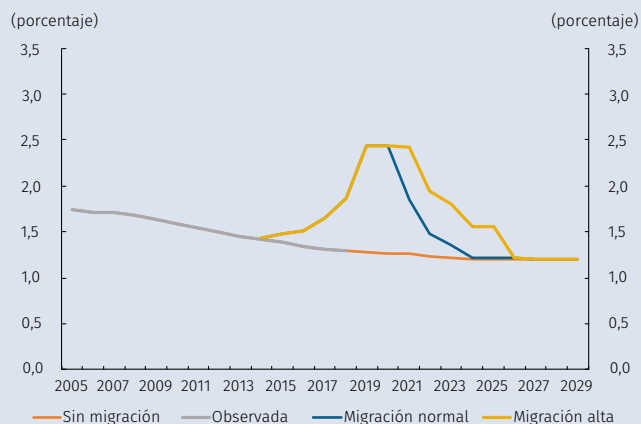
Así las cosas, la evidencia empírica sugiere que los impactos de desplazamiento en el mercado laboral colombiano efectivamente existen, pero con magnitudes bajas. Cabe decir que, aunque estos resultados sugieran que los efectos en promedio son leves, es posible que sean heterogéneos y se acentúen en segmentos específicos de la población. Adicionalmente, conviene resaltar que los tamaños de las elasticidades encontradas en Colombia son acordes con lo que la literatura empírica encuentra al estudiar migraciones a gran escala en otros países, en donde a pesar de cierta dispersión en los resultados, predominan los que señalan efectos de desplazamiento significativos pero limitados. Por ejemplo, Kerr y Kerr (2011), en una recopilación de más de 25 estudios realizados desde 1990 hasta principios de la década actual<sup>6</sup>, encuentran que en la mayoría de los casos los impactos son nulos o de magnitud negativa, pero muy baja. Asimismo, Becker y Ferrara (2019), en una recopilación similar pero enfocada en estudios publicados para la presente década que analizan migraciones forzadas, obtienen conclusiones similares, aunque con una dispersión de resultados ligeramente mayor.

Gráfico R3.1  
Escenarios sobre migración futura

A. Migrantes en edad de trabajar como porcentaje de la PET

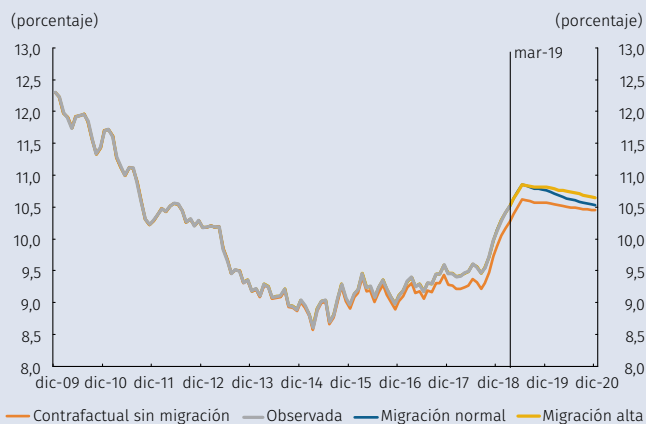


B. Crecimiento anual de la PET con migración



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico R3.2  
Tasa de desempleo con y sin migración



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

5 Este modelo se basa en la metodología presentada en Flórez et al. (2018).

6 Se analizan casos de migraciones masivas a distintos países europeos, los Estados Unidos, Israel y Australia.

## Referencias

- Becker, S. O.; Ferrara, A. (2019). "Consequences of Forced Migration: A Survey of Recent Findings", forthcoming in *Labour Economics*.
- Borjas, G. J. (1994) "The Economics of Immigration", *Journal of Economic Literature*, vol. 32, núm. 4, pp. 1667-1717.
- Flórez, L. A.; Pulido, K.; Ramos, M. (2018). "Okun's Law in Colombia: a Non-linear Cointegration", *Borradores de Economía*, núm. 1039, Banco de la República.
- Gamla- Banco de la República (2019). "Caracterización de la migración venezolana 2014-2018 y su impacto en el mercado laboral colombiano", en *Reportes del Mercado Laboral*, núm. 09, Banco de la República.
- Kerr, S. P.; Kerr, W. (2011). "Economic Impacts of Immigration: A Survey", Working Paper, núm. 16736, National Bureau of Economic Research.
- Santamaria, J. (2019). "Venezuelan Exodus: the Effect of Mass Migration on Labor Market Outcomes" (mimeo), University of Minnesota.
- UNHCR (2019). "Venezuela situation" en <https://www.unhcr.org/venezuela-emergency.html>. The United Nations Refugee Agency.

## Anexo Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros

En este anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2019 y 2020. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 22 de julio de 2019.

Cuadro A1  
Proyecciones para 2019

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en las trece ciudades (porcentaje)
<b>Analistas locales</b>						
Alianza Valores <sup>a/</sup>	3,2	3,8	3.300	4,6	2,7	10,0
ANIF <sup>b/</sup>	3,3	3,5	n.d.	4,9	2,0	10,6
Banco de Bogotá <sup>a/</sup>	3,0	3,4	3.200	4,5	2,4	10,5
Bancolombia <sup>a/</sup>	2,9	3,5	3.180	4,7	2,7	11,1
BBVA Colombia <sup>a/</sup>	3,0	3,3	3.186	4,5	2,4	11,0
BTG Pactual <sup>a/</sup>	2,8	3,4	3.180	4,5	3,0	n. d.
Corficolombiana <sup>b/</sup>	3,2	3,4	3.130	4,5	1,8	n. d.
Corredores Davivienda <sup>a/, c/</sup>	3,1	3,6	3.200	4,5	2,5	n. d.
Credicorp Capital <sup>b/, d/</sup>	3,3	3,5	3.150	4,7	2,1	11,2
Davivienda <sup>a/</sup>	3,1	3,6	3.200	4,5	2,5	n. d.
Fedesarrollo	3,3	3,2	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
Itaú <sup>b/, e/</sup>	2,6	3,4	3.300	4,4	2,8	10,3
Ultraserfinco <sup>a/, f/</sup>	3,3	3,6	3.030	5,0	2,4	11,5
Promedio	3,1	3,5	3.187	4,6	2,5	10,8
<b>Analistas externos</b>						
Citigroup	3,1	3,3	3.182	n. d.	n. d.	n. d.
Deutsche Bank	3,2	3,4	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
Goldman Sachs	3,0	3,2	3.050	n. d.	n. d.	n. d.
JP Morgan	2,8	3,6	3.300	n. d.	n. d.	n. d.
Promedio	3,0	3,4	3.177	n. d.	n. d.	n. d.

a/ La proyección de déficit fiscal corresponde al del GNC.

b/ La proyección del déficit fiscal corresponde al del SPC.

c/ Antiguo Corredores Asociados.

d/ Antiguo Correval.

e/ Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

f/ Antiguo Ultrabursátiles.

n. d.: no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

### 1. Proyecciones para 2019

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 3,1%, lo cual significa una disminución del crecimiento promedio esperado por los analistas en el Informe sobre Inflación del trimestre anterior (3,2%). De manera similar, las entidades extranjeras consultadas pronostican una expansión promedio del PIB del 3,0%, cifra inferior a la registrada en el Informe sobre Inflación del trimestre anterior (3,2%).

En cuanto a los precios, los analistas locales proyectan una inflación del 3,5% al finalizar el año, cifra mayor a la registrada en el informe anterior

Cuadro A2  
Proyecciones para 2020

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal fin de
<b>Analistas locales</b>			
Alianza Valores	2,8	3,7	3.400
ANIF	3,5	3,4	n. d.
Banco de Bogotá	3,5	3,0	3.225
Bancolombia	3,4	3,2	3.260
BBVA Colombia	3,0	3,2	3.227
BGT Pactual	2,8	3,0	3.120
Corficolombiana	3,5	3,3	3.165
Corredores Davivienda <sup>a/</sup>	n. d.	n. d.	n.d.
Credicorp Capital <sup>b/</sup>	3,2	3,2	3.050
Davivienda	n. d.	n. d.	n. d.
Fedesarrollo	3,5	3,0	n. d.
Itaú <sup>c/</sup>	2,8	3,0	3.300
Ultraserfinco <sup>d/</sup>	3,5	3,2	2.950
Promedio	3,2	3,2	3.189
<b>Analistas externos</b>			
Citigroup	3,5	3,0	3.187
Deutsche Bank	3,5	3,4	n. d.
Goldman Sachs	3,5	3,0	2.900
JP Morgan	3,0	3,4	n. d.
Promedio	3,4	3,2	3.044

a/ Antiguo Corredores Asociados.

b/ Antiguo Correval.

c/ Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

d/ Antiguo Ultrabursátiles.

n. d.: no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

(3,3%). Por su parte, los extranjeros prevén una cifra de 3,4% al terminar el año. Ambas proyecciones se encuentran levemente por encima de la meta de inflación del 3,0% fijada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de COP 3.187, cifra superior a los COP 3.116 expuestos en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP 3.177 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,6%, adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,8%.

## 2. Proyecciones para 2020

Para 2020 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico del 3,2%, mientras que los extranjeros uno del 3,4%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,2%. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP 3.189 y las externas de COP 3.044.

---

Este *informe* fue coordinado, editado y diagramado por la Sección de Gestión de Publicaciones del Departamento de Servicios Administrativos, con caracteres Fira Sans de 10,5 puntos.

Impreso por Nomos

Octubre de 2019