
INFORME SOBRE **INFLACIÓN**

ISSN - 1657 - 7973



06/
2018



Junio de 2018

INFORME SOBRE **INFLACIÓN**

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 27 de julio de 2018.

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

ISSN - 1657 - 7973





INFORME
SOBRE
INFLACIÓN



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



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

Juan Sebastián Amador
Édgar Caicedo
Camilo Cárdenas
Juan Pablo Cote
Nicolás Martínez
Carlos Daniel Rojas
Franky Galeano Ramírez

Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez
Jefe

Luis Hernán Calderón
David Camilo López
María Alejandra Prieto

Investigador asociado del Departamento de Programación e Inflación

Daniel Parra

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Diego Rodríguez, Juan José Ospina, Carlos Leonardo Barreto Vargas, César Anzola, Juan Camilo Méndez Vizcaíno y Joao Hernández, del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Sergio Malagón Prada, Miguel Andrés Lizarazo Carrera y Andrea Salazar Díaz, estudiantes en práctica.

El equipo técnico de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica quiere dedicar este informe a la memoria de Álvaro Torres M. (q. e. p. d.), amigo, deportista, compañero y trabajador incansable y disciplinado; ejemplo de compromiso laboral y de servicio.

La inseguridad y los violentos nos quitaron su sonrisa desparpajada, su chispa y alegría infinita, su vocación de ayuda y la posibilidad de tener una mano amiga en cualquier momento.

Álvaro, ¡siempre estarás en nuestros corazones!

Contenido

Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria /11

1. Contexto externo y balanza de pagos /15

1.1 Contexto externo /15

1.2 Balanza de pagos /22

2. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo /31

2.1 Comportamiento del PIB durante el primer trimestre de 2018 /31

2.2 El PIB del segundo trimestre de 2018 /38

2.3 Cálculo de la variación anual según la metodología del DANE y la alterna /62

Recuadro 1: Una descomposición histórica del índice de confianza del consumidor en Colombia /45

3. Desarrollos recientes de la inflación /50

3.1 La inflación básica /53

3.2 Inflación de alimentos pensiones, nivel de ingresos altos /60

Recuadro 2: El fútbol en la inflación /57

Recuadro 3: IPC de pensiones y matrículas para ingresos altos: sesgos y un cálculo alternativo /60

4. Pronósticos de mediano plazo /65

4.1 Crecimiento económico para 2018 /65

4.2 Inflación /70

4.3 Balance de riesgos /74

Anexo /78

Índice de gráficos

Gráfico 1.1 Indicadores de inflación anual total en los Estados Unidos y la zona del euro /16

Gráfico 1.2 Precio internacional del petróleo (Brent y WTI) /17

Gráfico 1.3 Índice de términos de intercambio /17

Gráfico 1.4 Tasa de interés de los bonos soberanos a diez años para algunas economías avanzadas /17

Gráfico 1.5 Índices de volatilidad financiera /18

Gráfico 1.6 *Credit default swaps* (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina /19

Gráfico 1.7 Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina /19

Gráfico 1.8 Crecimiento promedio de los socios comerciales /20

Gráfico 1.9 Exportaciones totales de bienes (FOB) /25

Gráfico 1.10 Importaciones totales de bienes (FOB) /25

Gráfico 2.1 Producto interno bruto /32

Gráfico 2.2 *Encuesta mensual del comercio al por menor* (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado y corregido por efectos calendario) /39

Gráfico 2.3 *Encuesta mensual del comercio al por menor* (total comercio minorista sin combustibles ni vehículos, desestacionalizado y corregido por efectos calendario) /39

Gráfico 2.4 *Encuesta mensual del comercio al por menor* (comercio minorista de vehículos automotores, desestacionalizado y corregido por efectos calendario) /40

Gráfico 2.5 Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral /40

Gráfico 2.6 Importaciones de bienes de capital (reales) /41

Gráfico 2.7 Producción de café /41

Gráfico 2.8 Producción de petróleo /42

Gráfico 2.9 Producción industrial real total /42

Gráfico 3.1 Índice de precios al consumidor /51

Gráfico 3.2 IPP por procedencia /52

Gráfico 3.3 Salarios nominales /52

Gráfico 3.4 Indicadores de inflación básica /53

Gráfico 3.5 IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados /54

Gráfico 3.6 IPC de no transables, sin alimentos ni regulados /54

Gráfico 3.7 IPC de regulados y sus componentes /55

Gráfico 3.8 IPC de alimentos /55

Gráfico 3.9 IPC de alimentos por grupos /56

Gráfico 4.1 *Fan chart* del crecimiento anual del PIB /69

Gráfico 4.2 *Fan chart* del crecimiento anual del PIB trimestral /69

Gráfico 4.3 Pronósticos de inflación total anual de bancos y comisionistas de bolsa /72

Gráfico 4.4 Inflación total anual observada y expectativas de inflación /73

Gráfico 4.5 Expectativas de inflación total anual derivadas de los TES /73

Gráfico 4.6 *Fan chart* de la inflación total anual /74

Gráfico 4.7 *Fan chart* de la inflación anual sin alimentos ni regulados /74

Gráfico 4.8 Corte transversal del *fan chart* de inflación anual total para diciembre de 2018 /77

Índice de cuadros

Cuadro 1.1 Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales /20

Cuadro 1.2 Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia /22

Cuadro 1.3 Balanza de pagos /29

Cuadro 2.1 Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto /32

Cuadro 2.2 Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica /37

Cuadro 3.1 Indicadores de inflación al consumidor /51

Cuadro 4.1 Rangos de probabilidad del *fan chart* del crecimiento anual del PIB /69

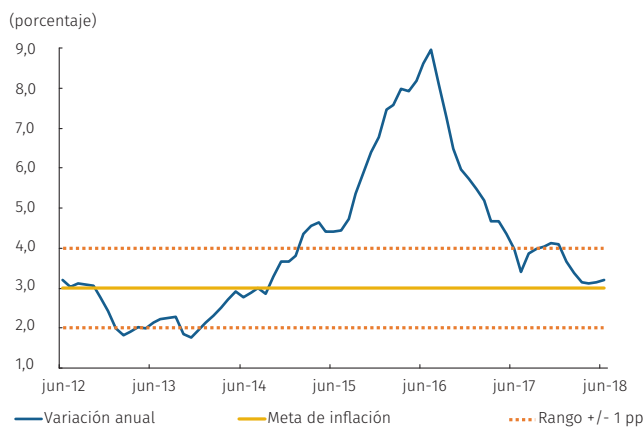
Cuadro 4.2 Probabilidad estimada de que la inflación anual total en diciembre de 2018 esté entre 2,0% y 4,0% /77

Cuadro 4.3 Rangos de probabilidad del *fan chart* de la inflación anual total /77

Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria

Durante el segundo trimestre de 2018 la inflación y sus expectativas, así como varias de las medidas de inflación básica, tendieron a estabilizarse y se situaron cerca de la meta del 3%. En ese período el crecimiento de la economía habría sido bajo, pero en recuperación, con excesos de capacidad instalada que se habrían ampliado con respecto a 2017.

Gráfico A
Índice de precios al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En junio la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) y el promedio de las medidas de inflación básica se ubicaron en 3,2% y 3,3%, respectivamente, cifras similares a las registradas en abril (Gráfico A). Los alimentos, al igual que los bienes y servicios más afectados por el aumento en los precios de la gasolina y por la tasa de cambio, fueron los grupos de mayor contribución al alza de la inflación. El anterior comportamiento fue compensado por el menor ritmo de aumento del IPC de no transables sin alimentos ni regulados, el cual ha venido desacelerándose desde comienzos de año. En el segundo trimestre de 2018 las expectativas de inflación no presentaron cambios importantes y se mantuvieron algo por encima de la meta. Las de los analistas apuntan hacia una inflación de

3,4% y 3,3% en diciembre de 2018 y 2019, respectivamente. Las que se extraen de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se encuentran en un rango entre 3,0% y 3,4%.

El comportamiento de la inflación y de sus expectativas se presentó en un contexto de brecha de producto negativa, con una dinámica de la demanda interna que se habría recuperado en el segundo trimestre, pero que aún presenta incrementos bajos. Los indicadores de ventas al por menor, de confianza del consumidor y de importaciones de bienes de consumo en dólares sugieren que el gasto de los hogares del segundo trimestre habría sido más dinámico que el registrado en el primero. Por su parte, las estimaciones de las importaciones de bienes de capital en pesos constantes indican que estas habrían registrado una tasa de crecimiento anual menos negativa que la observada en los tres primeros meses del año.

Con lo anterior, el equipo técnico del Banco estima que el crecimiento económico del segundo trimestre (desestacionalizado y corregido por días hábiles) estaría alrededor de 2,6%. Esta estimación supone que el fuerte crecimiento del consumo público registrado en los tres primeros meses del año habría sido transitorio y se moderaría en el segundo. También, que la inversión en obras civiles caerá menos que a comienzos del año. La contribución de las exportaciones netas al crecimiento habría sido menor. La mejor dinámica de la absorción se habría dado en un entorno de recuperación de los términos de intercambio y con un déficit corriente que se habría ampliado en dólares y como proporción del PIB. Esta última estimación sugiere que el cierre del desbalance externo habría sido más lento que el proyectado.

Los cálculos indican que la tasa de interés real de política y aquellas para los créditos comerciales, hipotecarios y de consumo (excepto tarjetas) se encuentran en niveles inferiores a sus promedios para los últimos diez años. Esto, en un contexto en el cual las reducciones de la tasa de política se habrían transmitido completamente hacia las tasas de crédito comercial e hipotecario y donde la transmisión a las tasas de consumo no se ha completado aún.

Para lo que resta del año las nuevas cifras y los pronósticos de actividad económica para los Estados Unidos, para la zona euro y para algunos países de la región, indican que la demanda externa seguirá aumentando, pero a una tasa algo menor que la esperada un trimestre atrás. El mercado de futuros con horizonte a seis y doce meses indica que el precio del petróleo disminuirá, pero a niveles todavía muy superiores a los registrados un año atrás. Si esto se materializa, los términos de intercambio se mantendrían en los niveles actuales y, junto con la dinámica esperada de los socios comerciales, continuarían favoreciendo la recuperación de los ingresos externos del país.

Es probable que el costo del financiamiento externo siga aumentando, como ha ocurrido desde mediados del año pasado, como consecuencia de la normalización esperada de la política monetaria en los Estados Unidos y en otras economías desarrolladas. Adicionalmente, con un desbalance externo del país que todavía no se ha corregido por completo, existe el riesgo de que cobren fuerza otros factores que ejerzan presiones al alza sobre las medidas de riesgo del país y sobre la tasa de cambio tales como un incremento no esperado en las tasas de interés globales o en las primas de riesgo de los mercados emergentes, o una reversión de los precios internacionales del petróleo.

Se proyecta que el crecimiento de la economía en el segundo semestre del año será similar al estimado para el primero (2,7%), aunque con un comportamiento sectorial más homogéneo. El incremento del consumo total sería algo menor, con un gasto de los hogares más dinámico y con un incremento del consumo público menor. La inversión crecería, pero a una tasa baja. La demanda interna continuaría recuperándose lentamente y el aporte de las exportaciones netas sería bajo pero positivo.

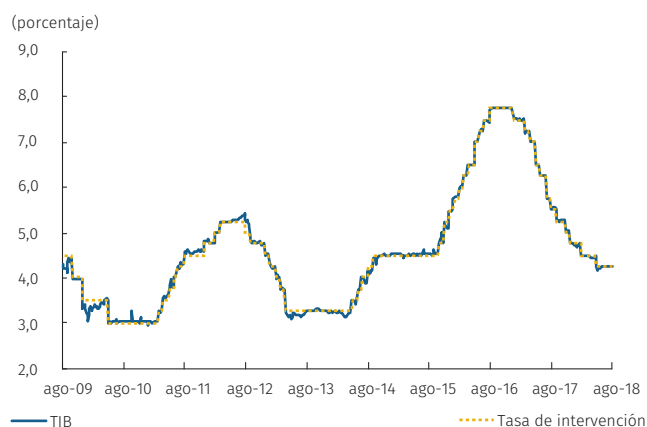
Con esto, el equipo técnico mantuvo en 2,7% su proyección de crecimiento para 2018. Nuestros cálculos sugieren que los excesos de capacidad instalada serán algo más amplios en 2018 que en 2017.

Las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento y los excesos de capacidad instalada de la economía deberían contribuir a la convergencia de la inflación al 3%. No obstante, existen riesgos que podrían hacer demasiado lento dicho proceso. Uno de ellos es un alza en el precio de los alimentos más acentuada que la proyectada para lo que resta del año. Tampoco se descarta que algunos cambios regulatorios y otros choques de oferta (p. e.: el aumento de las tarifas de aseo) generen incrementos en el precio de los servicios públicos y mantengan elevada la variación anual del IPC de regulados en el segundo semestre de 2018. También existe el riesgo de una depreciación del peso más fuerte que la esperada, que se traspase a los precios internos.

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

- 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 mayor que la prevista. La incertidumbre en este campo 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.

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB)
(2009-2018)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 2 de agosto de 2018.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

En este entorno, al evaluar el estado de la economía y el balance de riesgos, en las reuniones de junio y julio de 2018 la Junta consideró conveniente mantener la tasa de interés de referencia en 4,25% (Gráfico B).

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. La política monetaria dependerá de la nueva información disponible.

Juan José Echavarría
Gerente General

01

Contexto externo y balanza de pagos

En este *Informe* se redujo levemente el crecimiento del PIB de los socios comerciales del país: se espera una aceleración para 2018 frente a 2017.

El pronóstico del precio internacional del petróleo se revisó al alza.

Se espera que el déficit en la cuenta corriente del país, como porcentaje del PIB, se siga ajustando en 2018, aunque de forma más lenta que lo proyectado un trimestre atrás.

Para 2019 se espera en el escenario central una ligera ampliación en dólares del déficit externo.

1.1 Contexto externo

En los últimos meses uno de los hechos más relevantes 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, con el efecto favorable que esto trae sobre los términos de intercambio del país. Otro acontecimiento de importancia corresponde al incremento de la percepción del riesgo hacia las economías emergentes, el cual ha tenido efectos de consideración sobre los países que se perciben como más vulnerables. A pesar de esto, no se observaron cambios significativos en las condiciones financieras globales, las cuales continuaron siendo favorables. De igual manera, la recuperación del crecimiento económico de los socios comerciales ha continuado en lo corrido de 2018.

De esta manera, el escenario central de pronóstico que se presenta a continuación supone una demanda externa algo menor a la proyectada en el informe pasado, pero que se acelera en 2018 frente al año anterior y que es significativamente superior a la de 2016. En cuanto al petróleo, de nuevo se anticipan precios

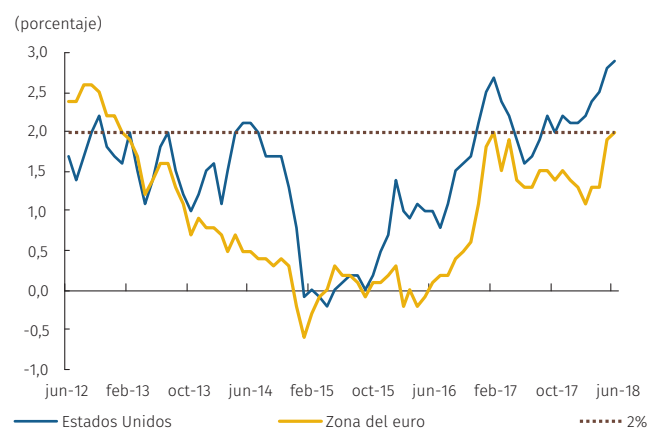
más altos para 2018, que disminuirían hacia 2019 debido a un incremento esperado de la oferta mundial. Además, se prevé que el proceso de normalización de la política monetaria de las economías avanzadas se siga dando de forma gradual, con efectos moderados sobre el costo de financiamiento externo de Colombia.

1.1.1 Actividad real, inflación y política monetaria

La nueva información disponible apunta a que la economía estadounidense se mantiene en una senda de crecimiento sólida. Al cierre estadístico de este *Informe* se conoció que el crecimiento del segundo trimestre del producto interno bruto (PIB) real de los Estados Unidos fue de 4,1%, trimestre anualizado (t.a.). Este dato representa una aceleración con respecto al crecimiento observado en el primer trimestre (2,2% t.a.), lo cual estuvo acorde con lo esperado por el mercado. Los últimos datos confirman un afianzamiento de la actividad económica, con un mercado laboral fuerte y una mayor confianza e ingreso de los hogares que ha favorecido el consumo. Dicho comportamiento, sumado al sustancial estímulo fiscal asociado con la reducción de impuestos, está empujando el producto por encima del potencial, lo que hacia futuro podría agudizar las presiones inflacionarias.

En la zona del euro el crecimiento del producto del primer trimestre fue de 0,4% con respecto al período anterior y de 2,5% frente al mismo trimestre del año anterior. Esto representa una ligera desaceleración¹, que se explicaría, principalmente, por un débil sector externo y por choques temporales de oferta. Los datos disponibles para el segundo trimestre apuntan a una recuperación en lo restante del año.

Gráfico 1.1
Indicadores de inflación anual total en los Estados Unidos y la zona del euro (variación anual)

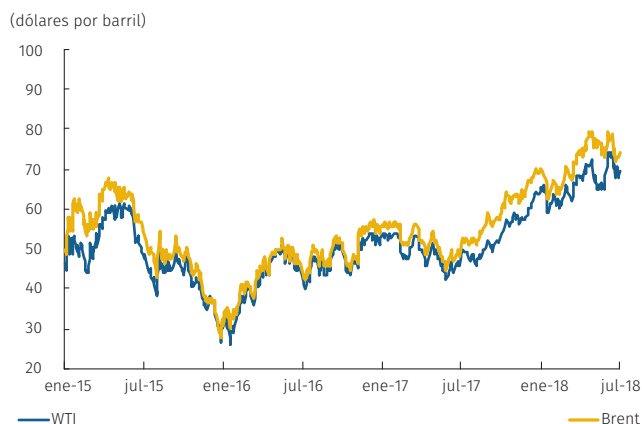


Fuente: Bloomberg.

La inflación en las economías desarrolladas ha mostrado un incremento en los últimos meses, principalmente, debido al alza de los precios de los combustibles. En los Estados Unidos, la variación anual de los precios en junio fue de 2,9%, superior al 2,4% registrado en marzo de 2018. En la zona del euro la inflación anual pasó de 1,3% en marzo a 2,0% en junio (Gráfico 1.1). Los valores para la inflación núcleo en estas economías en junio no registran grandes cambios con respecto al trimestre anterior, siendo de 2,3% y 0,9%, respectivamente. Se espera que el dinamismo económico actual y los buenos resultados del mercado laboral de estas economías generen presiones al alza sobre salarios y precios, que se deberían ver en los meses venideros.

¹ El crecimiento económico de la Zona del euro en el cuarto trimestre de 2017, con respecto al mismo período del año anterior, fue de 2,8%.

Gráfico 1.2
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



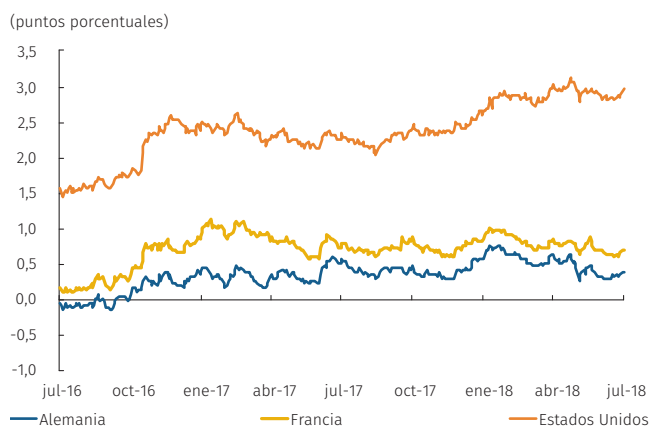
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.3
Índice de términos de intercambio
(metodología comercio exterior)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 1.4
Tasa de interés de los bonos soberanos a diez años para algunas economías avanzadas



Fuente: Bloomberg.

1.1.2 Precios de los productos básicos

Con respecto a los precios de los productos básicos exportados por Colombia, se destaca la persistencia, en niveles relativamente altos, del precio del petróleo, que en lo corrido del año hasta el segundo trimestre se mantuvo en un nivel promedio para la referencia Brent de USD 71,12 por barril (Gráfico 1.2). Dicho nivel es superior al observado en el promedio de 2017 (USD 54,79 por barril) y al esperado en el *Informe sobre Inflación* anterior. El incremento de meses recientes es consecuencia de factores geopolíticos y restricciones de la oferta.

Como resultado, los términos de intercambio del país han mostrado una mejora con respecto a lo observado el año anterior, aunque siguen por debajo de los niveles previos a 2014 (Gráfico 1.3). Por otro lado, los precios de los bienes importados han mostrado un leve incremento, a tono con la inflación internacional.

1.1.3 Mercados financieros

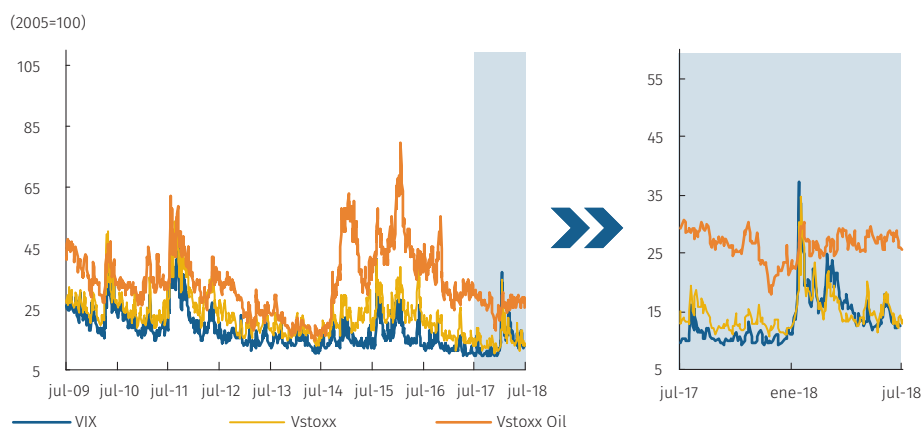
La política monetaria en algunas economías avanzadas siguió normalizándose en lo corrido del año, acorde con lo esperado. Este es el caso de los Estados Unidos, donde la Fed efectuó dos aumentos en la tasa de interés de 25 pb cada una en las reuniones de marzo y junio. Dichos incrementos se transmitieron de forma anticipada a los bonos de largo plazo del tesoro estadounidense, en particular a los títulos con vencimiento a diez años, cuyos rendimientos se incrementaron de manera importante entre enero y mayo, llegándose a situar por encima del 3%. Este comportamiento se ha moderado en los últimos meses (Gráfico 1.4).

Adicionalmente, en los últimos meses se produjo un aumento súbito en la percepción del riesgo soberano hacia las economías emergentes por parte de los mercados internacionales, los cuales han tenido efectos considerables sobre economías como las de Argentina y Turquía, dados sus altos niveles de deuda. Esta situación ha llevado a que en el segundo trimestre y hasta mediados de julio se haya observado una reducción de los flujos de capital hacia estas economías. A lo anterior se ha sumado el anuncio y establecimiento de algunas medidas

comerciales proteccionistas por parte de los Estados Unidos, lo que ha ocasionado fuertes respuestas de los socios comerciales de este país, que también han implicado alguna corrección en los precios de algunos activos.

Con respecto a la volatilidad de los mercados financieros, el incremento registrado en febrero se debió, principalmente, a un cambio en las expectativas de mercado sobre el ritmo de normalización de la política monetaria en las economías avanzadas, luego de preverse una mayor aceleración en el crecimiento de los salarios². Sin embargo, los datos salariales no fueron tan altos y estuvieron dentro de lo esperado; por tanto, se observó una corrección en el comportamiento de los indicadores de volatilidad en los últimos meses, al mantenerse por debajo de sus promedios históricos (Gráfico 1.5).

Gráfico 1.5
Índices de volatilidad financiera

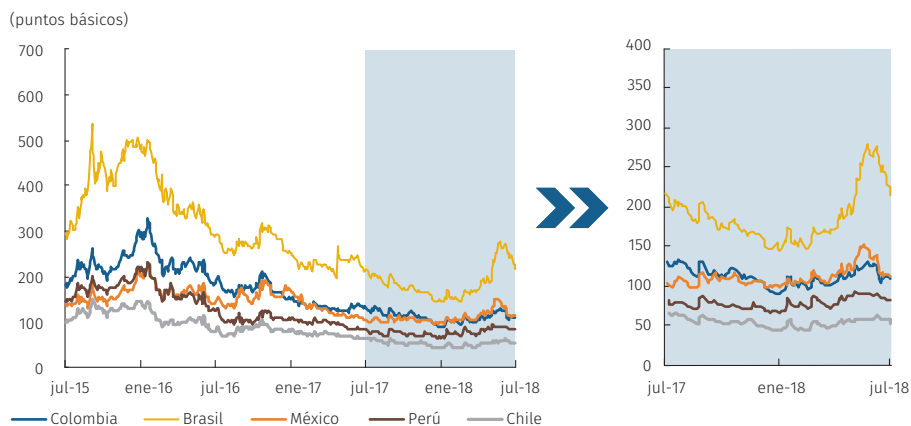


Fuente: Bloomberg.

Las monedas de algunas economías emergentes se han depreciado de manera importante con respecto al dólar estadounidense, y se ha observado una salida de capitales (especialmente en economías de Asia). En la mayoría de economías de América Latina, el efecto de lo anterior ha sido también una depreciación moderada de las monedas; sin embargo, en los últimos meses el peso argentino y el real brasileño registraron fuertes depreciaciones, explicadas, principalmente, por la incertidumbre política y por el ambiente externo menos amigable, debido a condiciones financieras globales más ajustadas (Gráfico 1.6 y Gráfico 1.7).

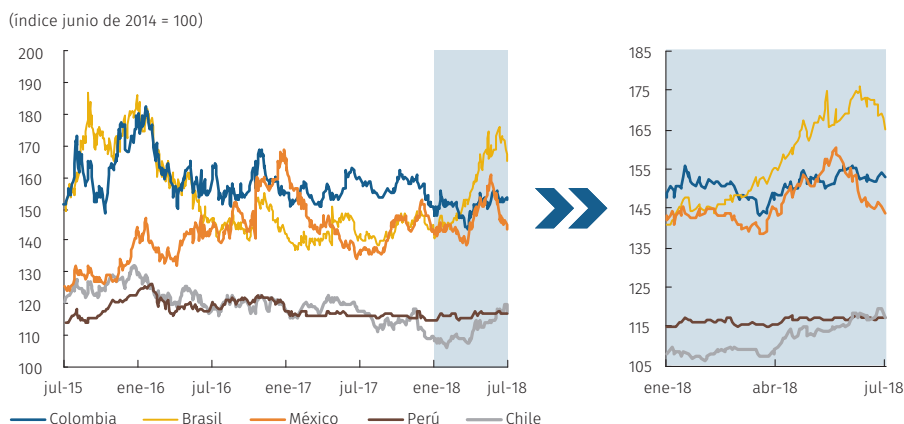
² Esto fue luego de la publicación del reporte de empleo el 2 de febrero de 2018, por el departamento de trabajo de los Estados Unidos.

Gráfico 1.6
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.7
Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

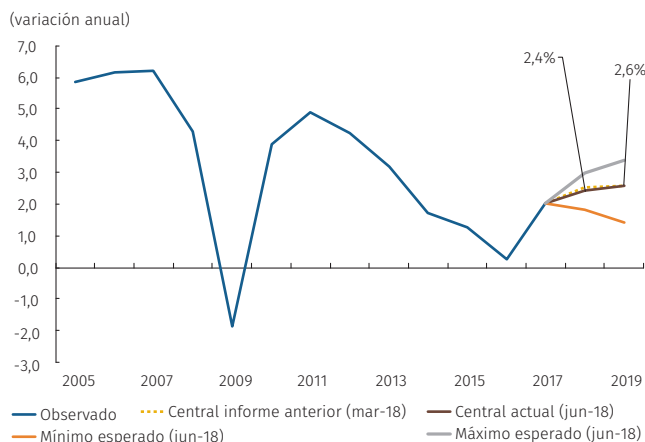
1.1.4 Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Considerando toda la información disponible, el pronóstico de crecimiento económico de los socios comerciales de Colombia para todo 2018 mostró pocos cambios con respecto al *informe* de marzo.

En el escenario central de pronóstico, el consumo y la inversión continuarían siendo el motor de crecimiento en las economías avanzadas. En las emergentes se espera una moderación, con perspectivas que varían entre países. Lo anterior, debido a los precios más favorables de bienes básicos que beneficiarán a los países que los exportan, a las crecientes tensiones comerciales que involucran a China y al incremento en la percepción de riesgo en algunas economías.

Así, para los socios comerciales del país se proyecta una expansión económica (ponderada por el comercio no tradicional) de 2,4% anual para 2018 y de 2,6% para 2019 (Gráfico 1.8). Estas cifras representan una aceleración

Gráfico 1.8
Crecimiento promedio de los socios comerciales
(ponderado por comercio no tradicional)



Fuente: cálculos y proyecciones del Banco de la República.

frente a 2017, cuando dicho crecimiento fue del 2,0%. Las siguientes fueron las revisiones de los pronósticos individuales del escenario central con respecto al informe anterior (Cuadro 1.1).

- Para China se revisó al alza el pronóstico de crecimiento económico para 2018 y 2019, debido a que los datos han estado por encima de lo esperado. No obstante, se sigue previendo una menor expansión para 2019, acorde con la conversión de la economía desde una impulsada por las exportaciones a una sustentada por el consumo.
- Para la zona del euro se revisó a la baja el pronóstico del crecimiento económico, debido a que los datos observados han sido más débiles de lo esperado, en especial para Alemania y Francia. A lo anterior se suma la situación poco favorable en Italia debido a la incertidumbre política. Aun así, se espera que la economía siga recuperándose en lo que resta del año, gracias al buen crecimiento de la demanda interna y a lenta normalización de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo (BCE).
- En América Latina se revisó al alza el crecimiento económico de Chile para 2018 y 2019, debido a los mejores resultados observados

Cuadro 1.1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2017	Proyecciones para 2018			Proyecciones para 2019		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Principales socios							
Estados Unidos ^{a/}	2,3	2,1	2,8	3,2	1,4	2,4	3,4
Zona del euro	2,5	2,0	2,2	2,7	1,0	2,0	2,6
Venezuela ^{b/}	-14,0	-10,0	-7,0	-4,0	-7,0	-4,0	-1,0
Ecuador	3,0	0,5	1,8	3,0	0,0	1,5	3,0
China	6,9	6,2	6,6	6,8	5,6	6,4	7,0
Otros socios							
Brasil	1,0	1,6	2,1	2,6	1,0	2,7	3,5
Perú	2,5	2,7	3,5	4,0	2,0	3,8	4,3
México	2,0	1,5	2,2	3,0	1,0	2,3	3,5
Chile	1,5	2,8	3,5	3,8	2,0	3,3	4,0
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)	2,0	1,8	2,4	3,0	1,4	2,6	3,4

a/ El dato del crecimiento del PIB de los Estados Unidos del segundo trimestre fue publicado el día 27 de julio. Este dato hizo parte del conjunto de información utilizado por la Junta Directiva del Banco de la República para su decisión del día 27 de julio. Sin embargo, los pronósticos aquí presentados no incorporaron esta nueva información.

b/ El dato de 2017 para Venezuela corresponde a una estimación.

Fuente: Bloomberg y Latin Focus (datos observados); Banco de la República (proyecciones y cálculos).

en los indicadores más recientes. Una demanda global sólida por cobre, una demanda interna favorecida por una política monetaria más cómoda y una mejora en las condiciones del mercado laboral impulsarían la economía. Por otro lado, se redujo el pronóstico de crecimiento para Brasil, Perú y Venezuela. En el primer caso, esto se debió a los efectos de las huelgas, la incertidumbre política y el endurecimiento de las condiciones financieras; en el caso de Perú, porque, a pesar de que los datos del primer trimestre fueron buenos, estos resultaron menores a los esperados, a lo que se suma el riesgo latente de un reavivamiento de la incertidumbre política. Por último, en Venezuela la revisión del pronóstico a la baja refleja la caída drástica de la actividad económica, incluida la disminución en la producción de petróleo, a pesar de la mejora en sus precios.

El escenario central contempla dos incrementos adicionales de la tasa de política de la Fed en lo que resta de 2018.

El escenario central de pronóstico aquí descrito contempla una inflación de las economías avanzadas que mostraría algún incremento en 2018, debido a factores de demanda y a los mayores precios de algunos *commodities*, particularmente del petróleo.

En este entorno, se esperan dos incrementos adicionales de la tasa de interés de política de la Fed en lo que resta de 2018, los cuales se sumarían a los dos aumentos previos de las reuniones de marzo y junio. Así, a finales de 2018 esta tasa se ubicaría en un rango entre 2,25% y 2,50%. No obstante, aún después de los ajustes, esta seguiría siendo baja en términos históricos. A lo anterior se sumaría el programa de reducción en la hoja de balance, que se continuaría cumpliendo de acuerdo con lo anunciado. Por otro lado, no se anticipan incrementos en la tasa de política del BCE durante 2018. Esto implica que la política monetaria de las principales economías del mundo continuaría siendo holgada, lo que favorecería el crecimiento.

En el escenario central no se consideran efectos de trascendencia sobre el crecimiento económico provenientes de las recientes restricciones al comercio internacional implementadas por los Estados Unidos y sus socios comerciales, pues por el momento afectan una proporción muy pequeña de este. Por otro lado, dicho escenario no contempla los efectos negativos asociados con el estrés financiero que algunas economías emergentes han experimentado en las últimas semanas. Ello supone que, a pesar de la normalización gradual de la política monetaria de las economías avanzadas, las condiciones financieras conservan una tendencia favorable, con presiones aisladas, determinadas por vulnerabilidades de algunas economías.

En cuanto a las materias primas, en el escenario central aumentó el pronóstico del petróleo para 2018 (Cuadro 1.2). Esto, en vista de la persistencia del nivel observado en sus cotizaciones internacionales en los últimos meses. Así, en este *Informe* se espera un precio promedio de USD 71 por barril (referencial Brent) para 2018 y uno de USD 67 para 2019. Esto implica una disminución en lo que resta de 2018, desde los altos niveles alcanzados en las últimas semanas. Los factores que contribuirían a este descenso son: 1) un incremento de la oferta como respuesta a los altos

En este Informe se espera un precio promedio de USD 71 por barril (referencial Brent) para 2018 y uno de USD 67 para 2019.

Cuadro 1.2
Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia

	2017	Proyecciones para 2018			Proyecciones para 2019		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Petróleo Brent (dólares por barril)	54,79	68	71	76	57	67	77
Carbón (dólares por tonelada)	70,32	75	79	86	60	75	85
Café colombiano (<i>ex dock</i>) (dólares por libra)	1,52	1,3	1,4	1,5	1,2	1,45	1,8
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.258	1.400	1.320	1.200	1.600	1.300	1.100

a/ Para los precios del oro se supone que este es un refugio de valor, por lo que su cotización sube cuando hay mayor incertidumbre (escenario pesimista).
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

precios, que se concentraría en el segundo semestre, sobre todo en los Estados Unidos, y 2) la erosión gradual de los acuerdos de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP).

Los principales riesgos a la baja para el contexto externo considerados en esta ocasión son:

- *Un mayor encarecimiento del financiamiento externo:* si el estímulo monetario se retira a una velocidad mayor a la esperada, el costo de financiamiento podría aumentar para las economías emergentes, y en particular para Colombia, más allá de lo contemplado en el escenario central.
- *Un agravamiento del estrés financiero en las economías emergentes:* los recientes episodios de estrés financiero en algunas economías emergentes podrían agravarse, resultando en efectos negativos sobre la actividad económica global y en posibles contagios.
- *Un escalonamiento de las políticas comerciales proteccionistas por parte de los Estados Unidos y sus socios comerciales:* el recrudecimiento de estas medidas podría tener un efecto negativo importante sobre el comercio internacional y sobre el crecimiento económico global.
- *Unos riesgos políticos y comerciales más acentuados y persistentes:* de nuevo, varios eventos podrían afectar de manera negativa el crecimiento de los socios comerciales del país. Algunos podrían ser: 1) una fallida renegociación del tratado de libre comercio de América del Norte (TLCAN); 2) noticias adversas relacionadas con la negociación del Brexit, y 3) un aumento de la tensión política en algunas economías avanzadas y emergentes.

1.2 Balanza de pagos

1.2.1 Resultados para el primer trimestre de 2018

Entre enero y marzo de 2018 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 2.831 m, menor en dólares al de un año

La reducción del déficit en cuenta corriente en el primer trimestre de 2018 fue posible, en buena parte, por la mejora en los términos de intercambio.

atrás, cuando se ubicó en USD 3.424 m. Como proporción del PIB, este fue de 3,5%, lo que significó una reducción de 1,1 puntos porcentuales (pp) frente al 4,7% observado en el primer trimestre de 2017.

El déficit en la cuenta corriente en dólares se redujo en el primer trimestre de 2018 en USD 593 m con respecto a igual período de 2017. Esto estuvo explicado por el menor déficit comercial de bienes y servicios, que cayó en USD 803 m, y por las mayores transferencias corrientes, que aumentaron USD 201 m, lo cual permitió compensar con creces el incremento por USD 411 m de los egresos netos por renta factorial. Los resultados de la cuenta corriente para el primer trimestre de 2018 muestran que el menor déficit externo se explicó por un crecimiento cercano al 12% de los ingresos, superior al incremento de 6% de los egresos. Cabe anotar que los mayores ingresos se originaron en gran medida por la mejora de los términos de intercambio del país, debido al incremento de los precios de exportación.

La disminución del déficit comercial de bienes ocurrió gracias al crecimiento de las exportaciones por USD 891 m (9,7%), que compensó ampliamente el incremento de las importaciones (USD 242 m, 2,2%). El aumento de las ventas externas se dio en un entorno de mayores precios de los principales bienes básicos, en especial de petróleo y carbón. Además, las ventas de productos industriales registraron niveles mayores a los de un año atrás (+16,7%) acordes con el mayor crecimiento de los principales socios comerciales. Por otro lado, el incremento de las compras externas estuvo impulsado, en especial, por el crecimiento de las importaciones de insumos y de bienes de capital para la industria.

En cuanto al déficit de la cuenta de servicios, en el primer trimestre del año disminuyó en USD 154 m frente al mismo período de 2017. Por el lado de las exportaciones, sobresalen los mayores ingresos recibidos por concepto de viajes, así como por la venta de otros servicios. En las importaciones se destacan los mayores egresos asociados con los gastos por seguros y servicios financieros, con los pagos de servicios empresariales y de transporte y con los gastos de viajeros colombianos en el exterior.

La disminución del déficit comercial se explica por un aumento en las exportaciones que más que compensó el incremento de las importaciones.

Por su parte, durante 2018 a marzo se observó un incremento por USD 411 m de los egresos netos por renta factorial, que se atribuye, por un lado, a las mayores utilidades de las firmas con inversión extranjera en el país del sector petrolero y minero y, por el otro, a los mayores pagos de intereses asociados con préstamos y títulos de deuda externa.

Con relación a las transferencias corrientes netas, estas aumentaron anualmente en 14,2%, gracias, sobre todo, al crecimiento de las remesas de trabajadores. En esta última partida los aumentos más importantes se observaron en las remesas enviadas desde los Estados Unidos, España y algunos países latinoamericanos.

En cuanto al financiamiento externo, durante el primer trimestre de 2018 se observaron entradas netas de capital por USD 2.580 m, inferiores a las de un año atrás, cuando se ubicaron en USD 3.122 m. Durante este período,

Durante el primer trimestre de 2018, en la cuenta financiera, se observaron entradas netas de capital inferiores a las de un año atrás.

la inversión directa neta fue de USD1.022 m, reduciéndose 42,7% debido tanto a la mayor salida al exterior de inversión colombiana como a las menores entradas de inversión extranjera directa (IED). La distribución por actividad económica de la IED recibida en este período fue la siguiente: minería y petróleo (40,5%), servicios financieros y empresariales (18,4%), comercio y hoteles (13,9%), transporte y comunicaciones (13,3%), industria manufacturera (8,0%), y resto de sectores (5,9%).

Por concepto de inversiones extranjeras de cartera, el país recibió entradas por USD185 m, al tiempo que constituyó activos financieros en el exterior por USD1.904 m. Los recursos recibidos se originaron en la compra de TES por parte de inversionistas extranjeros, los cuales permitieron compensar los pagos de amortizaciones por títulos de deuda de largo plazo realizados en el primer trimestre del año.

En cuanto a otros flujos de capital, en el primer trimestre el país registró entradas netas por USD2.166 m, debido, principalmente, a los préstamos contratados con la banca comercial y entidades multilaterales del exterior. Durante el período de análisis, las reservas internacionales por transacciones de la balanza de pagos aumentaron en USD137 m, debido a los ingresos por rendimiento neto del portafolio. A marzo de 2018 el saldo de reservas internacionales netas de Colombia ascendió a USD47.608 m; para junio esta cifra fue de USD47.491 m.

1.2.2 Pronósticos

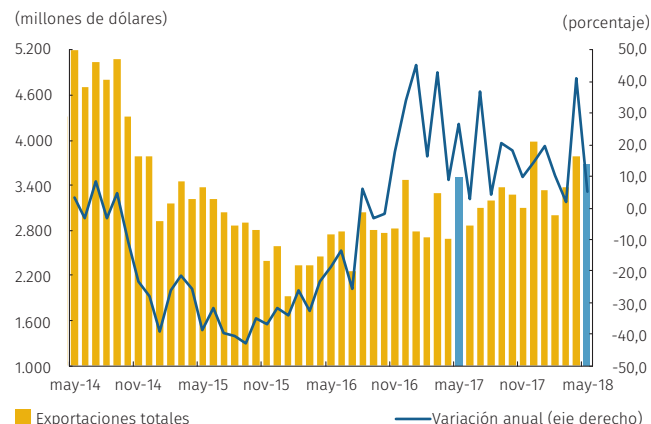
1.2.2.1 Estimación para el segundo trimestre de 2018

Las cifras del segundo trimestre de 2018 del balance externo sugieren que su ajuste estaría siendo algo más lento que el esperado. De acuerdo con la información disponible, en este *Informe* se proyecta un incremento del déficit en la cuenta corriente para el segundo trimestre de 2018 frente al mismo período de 2017, tanto en dólares como en proporción al PIB. Este se habría ubicado cerca del 3,7% en términos del PIB, superior al 3,2% de igual período de un año atrás. En cuanto al comercio exterior de bienes, los datos disponibles muestran que en el bimestre abril-mayo las exportaciones totales en dólares aumentaron en USD1.276 m (20,6%) frente al año anterior (Gráfico 1.9), principalmente por el mayor valor exportado de petróleo y sus derivados, bienes industriales y carbón. Por el lado de las importaciones *free on board* (FOB)³, en dicho período estas se incrementaron en USD943 m (12,7% en términos anuales), debido al aumento generalizado de los diferentes grupos de productos (Gráfico 1.10) (véase sombreado, pp. 25).

Para el segundo trimestre de 2018 se proyecta un incremento del déficit en la cuenta corriente frente al mismo período de 2017.

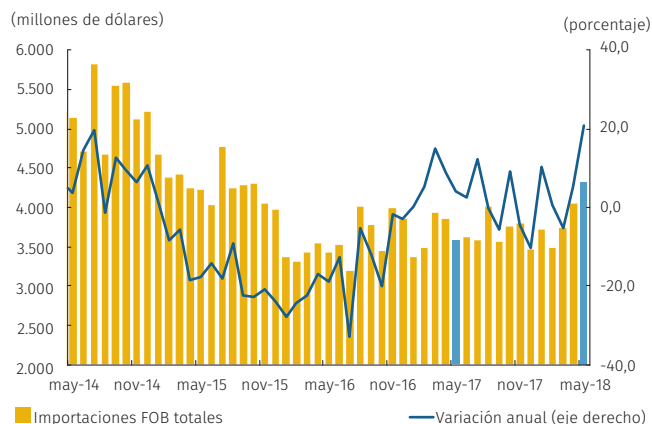
3 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las *importaciones cost, insurance and freight* (CIF), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. Durante el bimestre abril-mayo las importaciones CIF totalizaron USD8.752 m, lo que representa un crecimiento de 12,8% anual.

Gráfico 1.9
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



Nota: La barras azules son exportaciones totales que corresponden a mayo de 2017 y 2018.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 1.10
Importaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



Nota: La barras azules son importaciones totales (FOB) que corresponden a mayo de 2017 y 2018.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para el bimestre abril-mayo de 2018

En el bimestre abril-mayo de 2018 las exportaciones totales crecieron 20,6% en términos anuales (Gráfico 1.9), soportadas por crecimientos en los tres tipos de bienes. Las exportaciones mineras fueron las que más aportaron a la variación total (14,7 pp), seguidas por las exportaciones no tradicionales (5,3 pp). Se destaca la recuperación de las exportaciones agrícolas, las cuales crecieron 5,3% tras contraerse en el primer trimestre del año.

Los mayores precios internacionales de los bienes mineros de exportación continúan impulsando las ventas de este sector¹. El valor exportado del carbón y del petróleo creció 15,5% y 29,4% frente al mismo bimestre de 2017, respectivamente. Se destaca el alto crecimiento de las exportaciones relacionadas con refinación de petróleo, que aportaron 3,0 pp a la variación del período (Cuadro A).

1 El índice de precios para los productos mineros exportados creció 32% en el bimestre abril-mayo de 2018 frente al mismo período de 2017. El crecimiento del índice en el período febrero-marzo fue de 20,6%.

Las exportaciones no tradicionales continuaron exhibiendo buenos niveles, al crecer 19,7% en el bimestre, y superar así la cifra anual de 16,4%, registrada en el primer trimestre del año (Gráfico A). Excepto hacia Perú, las ventas externas de este tipo de bienes crecieron hacia todos los destinos. El mejor comportamiento anual se observó en las ventas externas con destino a Ecuador (35,4%) y al resto de la ALADI² (29,3%). Hacia los Estados Unidos, principal socio comercial, el crecimiento de las exportaciones ha sido mayor a lo observado en meses anteriores, al registrar un aumento de 11,4% en términos anuales en el período de estudio. Las ventas externas con destino a Venezuela siguieron mostrando tasas positivas de crecimiento (Gráfico B).

Con respecto a las exportaciones agrícolas tradicionales, las ventas externas de flores y de banano se recuperaron, al crecer 25,4% y 1,1%, respectivamente,

2 Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), sin Venezuela, Ecuador, Perú ni México.

Cuadro A
Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para el bimestre abril-mayo de 2018 (FOB)
(porcentaje)

Grupo	Variación anual	Rubros con importantes contribuciones a la variación anual	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total exportaciones	20,6		
Bienes de origen minero	24,5	Petróleo crudo	29,4
		Carbón, lignítico y turba	15,5
		Productos químicos	24,2
		Minerales no metálicos y metales básicos	35,7
Resto de exportaciones ^{a/} (No tradicionales)	19,7	Hacia Ecuador	35,4
		Hacia resto de ALADI	29,3
		Hacia resto de destinos	17,7
		Flores	24,5
Bienes de origen agrícola	5,3	Banano	1,1
		Café	-3,7
Total Importaciones	12,7		
Bienes de capital	10,1	Bienes de capital para la industria	19,7
		Materiales de construcción	26,0
Bienes intermedios	12,1	Materias primas para la industria	25,7
		Materias primas para la agricultura	11,8
Bienes de consumo	17,8	Bienes no durables	21,2
		Bienes durables	13,9

a/ Este grupo no incluye petróleo ni derivados, carbón, ferromniquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. En su mayoría son exportaciones manufactureras.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

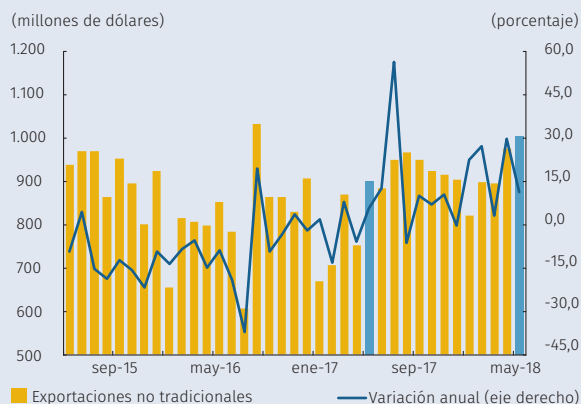
mientras que las de café se contrajeron 3,7% en términos anuales. La variación total de las exportaciones de este grupo de bienes se explica por un aumento en los volúmenes exportados de 13,9%, que fue parcialmente compensado por una disminución de 7,6% en el índice de precios.

En cuanto a las importaciones FOB, en el período se observaron crecimientos en todos los grupos de bienes, con una expansión de 12,7% en términos anuales para las importaciones totales, tasa de expansión mayor a la observada en el primer trimestre del año (Gráfico 1.10). La mayor contribución la mostró el grupo de bienes intermedios (5,5 pp), impulsado, principalmente, por un mayor dinamismo de las compras externas de materias primas para la industria (25,7%) y para la agricultura (11,8%) (Gráfico C).

Dentro del grupo de bienes de capital, que se expandió 10,1% en el bimestre, el rubro de bienes de capital para la industria fue el que más aportó (3,7 pp), seguido por el de materiales para la construcción (0,7 pp). Las importaciones de equipo de transporte continuaron mostrando un comportamiento decreciente, al caer 11,4%.

En cuanto a los bienes de consumo, las importaciones de bienes no duraderos crecieron 21,2%, soportadas por las compras de productos alimenticios y productos farmacéuticos. Por su parte, las compras externas de bienes duraderos crecieron 13,9%, recuperación que se explica por el aumento del rubro de máquinas y aparatos de uso doméstico y vehículos de transporte particular, principalmente.

Gráfico A
Exportaciones de bienes no tradicionales^{a/} (FOB)
(mensual)

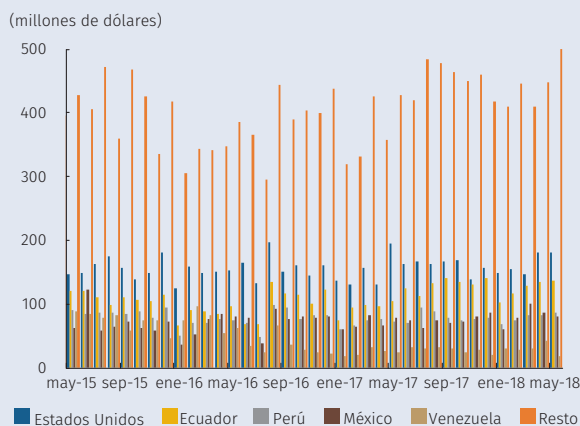


Nota: La barras azules son exportaciones no tradicionales (FOB) que corresponden a mayo de 2017 y 2018.

a/ Sin petróleo ni derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. En su mayoría son exportaciones manufactureras.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

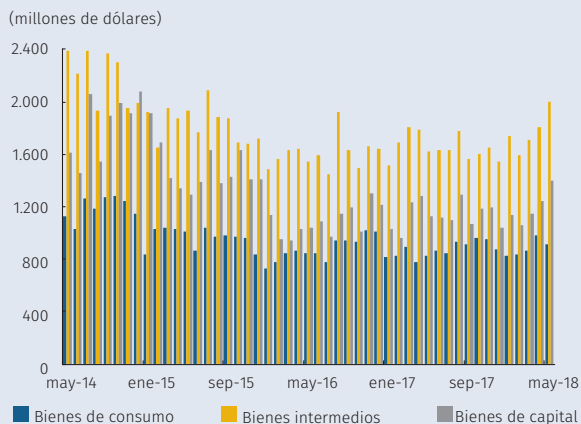
Gráfico B
Exportaciones de bienes no tradicionales por destinos:
Estados Unidos, Ecuador, Perú, México, Venezuela y resto^{a/}
(FOB)



a/ Sin petróleo ni derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. En su mayoría son exportaciones manufactureras.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico C
Importaciones por tipo de bienes (FOB)
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por otra parte, se espera que para el segundo trimestre el déficit de servicios no factoriales y renta factorial sea mayor al registrado en igual período de un año atrás, esto último impulsado por las utilidades de las empresas con IED que operan en el sector mineroenergético. También, se prevé que el pago de intereses por préstamos y títulos de deuda continúe siendo una fuente importante de presión sobre el déficit corriente, tal y como se ha venido observando desde 2017. También, se estima un impacto adicional en las importaciones de servicios por cuenta del mundial y su efecto sobre el gasto de viajeros colombianos en el exterior, así como mayores pagos por fletes, resultado del crecimiento importador y del aumento en el precio de los combustibles.

En relación con los flujos de capital, se estima que durante el segundo trimestre de 2018 la IED habría sido mayor a la observada en igual período de un año atrás, impulsada por los recursos recibidos por empresas del sector minero y petrolero, dado el mejor panorama de los precios internacionales. Por otra parte, la información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria muestra que entre abril y junio se registró un crecimiento anual de los recursos de inversión extranjera de portafolio del sector privado⁴. A lo anterior se sumarían recursos provenientes de créditos externos con la banca multilateral, obtenidos especialmente por el Gobierno y otras entidades del sector público.

Se estima un incremento de la IED en el segundo trimestre de 2018.

1.2.2.2 Estimación para todo 2018 y 2019

Los ejercicios de pronóstico efectuados para este *Informe* indican que el déficit en la cuenta corriente en términos del PIB disminuiría en 2018, pero dejaría de ajustarse en 2019. En el escenario más probable el déficit corriente para 2018 estaría alrededor de USD 11.151 m, correspondientes a 3,2% del PIB en un rango entre 2,9% y 3,5% (Cuadro 1.3).

Para todo 2018 se estima que el balance en el comercio de bienes continuaría siendo deficitario, pero menor al registrado en 2017, debido, en gran parte, a las mayores exportaciones de petróleo y de bienes industriales. El incremento de las ventas externas estaría impulsado sobre todo por el comportamiento del precio internacional del crudo y por el efecto de la recuperación de la demanda externa sobre los bienes manufacturados colombianos.

En cuanto a las importaciones de bienes, se estima un crecimiento anual para todo 2018 de 10,8%, continuando con la recuperación observada en 2017. Esto, como resultado de la mayor actividad económica prevista para este año, que debe incentivar las importaciones de todos los sectores en general, y por la mayor adquisición de bienes de capital por parte del sector mineroenergético y el de transporte.

Por concepto de renta factorial, se esperan mayores egresos netos en 2018, debido al incremento de las utilidades de las empresas extranjeras que operan en el sector mineroenergético, acordes con los mayores precios de exportación. También, se espera una mejora de las utilidades de las empresas que operan en el resto de sectores, acorde con el mayor crecimiento previsto de la economía. A lo anterior se sumarían los mayores pagos por intereses de la deuda externa, debido al mayor nivel de deuda y al aumento de las tasas de interés externas.

En el escenario más probable, el déficit corriente para 2018 estaría alrededor de 3,2% del PIB.

⁴ Aunque los flujos de capital registrados en la balanza cambiaria no corresponden exactamente a lo contabilizado en la balanza de pagos, dado que los primeros se refieren a la entrada y salida de divisas, estos ofrecen alguna idea de su tendencia.

Cuadro 1.3
Balanza de pagos
Flujos anuales (millones de dólares)

	2014	2015	2016 (pr)	2017 (pr)	2018 (proy)	2019 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	-19.762	-18.549	-12.025	-10.437	-11.151	-11.833
Porcentaje del PIB	-5,2	-6,3	-4,2	-3,3	-3,2	-3,2
A. Bienes y servicios	-11.862	-18.252	-12.676	-8.942	-7.562	-9.306
B. Ingreso primario (renta de los factores)	-12.521	-5.727	-5.227	-8.089	-10.882	-10.593
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	4.622	5.430	5.878	6.594	7.293	8.066
Cuenta financiera (A + B + C + D)	-19.292	-18.250	-12.683	-9.831	-11.151	-11.833
Porcentaje del PIB	-5,1	-6,2	-4,5	-3,1	-3,2	-3,2
A. Inversión directa (ii-i)	-12.268	-7.505	-9.332	-10.235	-8.653	-8.976
i. Extranjera en Colombia (IED)	16.167	11.723	13.850	13.924	12.756	13.369
ii. Colombiana en el exterior	3.899	4.218	4.517	3.690	4.103	4.392
B. Inversión de cartera	-11.565	-9.166	-4.839	-1.597	-219	-844
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	104	-1.994	1.323	1.455	-2.867	-2.974
D. Activos de reserva	4.437	415	165	545	587	961
Errores y omisiones (E Y O)	470	299	-659	606	0	0

Nota: los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del manual de balanza de pagos propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

(pr): preliminar.

(proy): proyección.

Fuente: Banco de la República.

El déficit de servicios se estima para 2018 en niveles similares a los del año anterior. Por el lado de los egresos, estos aumentarían, principalmente, por el mayor gasto por viajes de colombianos en el exterior y, en menor medida, por el incremento de los egresos por fletes y por el crecimiento de los servicios técnicos petroleros, dado el mayor precio internacional del petróleo. Entre tanto, los ingresos se incrementarían sobre todo por los mayores ingresos de turismo, favorecidos por la mejora del crecimiento mundial.

Finalmente, se proyectan mayores ingresos netos por transferencias, en particular debido al dinamismo observado en la economía mundial (véase la sección 1.1 de este capítulo).

En cuanto a los flujos de capital, en 2018 la inversión directa deberá continuar siendo el principal rubro de entradas de capital extranjero. Además, se espera una mayor contratación de préstamos (desembolsos netos) con multilaterales y bancos del exterior, 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.

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, acorde con el mayor dinamismo de la economía. 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 levemente inferior de la renta factorial. De esta manera, el déficit en la cuenta corriente proyectado para 2019 en el escenario central es de USD 11.833 m (3,2% del PIB) (Cuadro 1.3).

En relación con el financiamiento, para 2019 se prevé un incremento de los flujos de IED y de otra inversión, al tiempo que continuaría la compra de TES por parte de extranjeros. También se estima una menor colocación de bonos por parte del Gobierno y entidades públicas, así como menores salidas de cartera por el lado del sector privado.

02

Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo

En el primer trimestre de 2018 el crecimiento económico se aceleró.

El consumo público mostró un importante dinamismo, mientras que la inversión se contrajo.

La información disponible para el segundo trimestre sugiere que la actividad económica habría mostrado una leve desaceleración frente al resultado del primer trimestre.

2.1 Comportamiento del PIB durante el primer trimestre de 2018

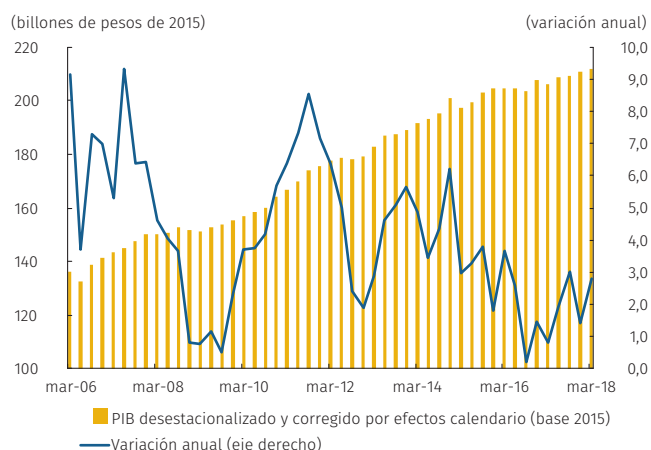
Las cifras más recientes del PIB revelaron que el ritmo de expansión de la economía colombiana se aceleró en el primer trimestre frente a los registros de finales de 2017, tanto en su serie original como en la serie corregida por estacionalidad y efectos calendario. En efecto, el crecimiento anual de la serie original del PIB en el cuarto trimestre de 2017 fue de 1,8%, y pasó a 2,2% para los primeros tres meses de 2018. La variación anual de la serie corregida fue de 2,8% para este mismo período (Gráfico 2.1). Esta cifra, que es comparable con el ejercicio de pronóstico del equipo técnico del Banco de la República, coincidió con el techo del intervalo presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 1,8% y 2,8%, con 2,3% como cifra más probable). El crecimiento entre trimestres fue del 0,7%, lo que correspondió a una cifra anualizada de 2,8%.

Aunque en el primer trimestre se observó una recuperación de la economía frente al registro de finales del año pasado, también se evidenció un crecimiento menos balanceado que el previsto por el equipo técnico del Banco de la República. Esto fue el resultado de un choque positivo para el caso del consumo público y de uno negativo para la inversión.

A la aceleración del crecimiento de la economía colombiana contribuyeron distintos factores externos e internos. En principio, y como se mencionó en el capítulo 1 de este *Informe*, el mejor desempeño de la demanda externa propició un aumento de las exportaciones, las cuales registraron una tasa de crecimiento del 1,3% anual. Este resultado contrasta con las caídas observadas para este rubro del PIB durante la segunda mitad del año pasado (-1,0% y -4,4% en el tercero y cuarto trimestre de 2017, respectivamente). Las importaciones, por su parte, mostraron un retroceso de 2,5% anual, y completaron así su segundo trimestre consecutivo de tasas de crecimiento negativas (Cuadro 2.1). De esta forma, la demanda externa neta contribuyó de manera positiva al crecimiento del PIB.

Con respecto a los factores internos, además de los choques a la demanda ya mencionados, hechos como el descenso de la inflación y su convergencia hacia niveles cercanos a su meta de largo plazo del 3,0%, la significativa recuperación de la confianza de los hogares entre enero y marzo de 2018 y los avances en la transmisión de las reducciones de la tasa de intervención del Banco de la República hacia las tasas de mercado habrían favorecido el desempeño del consumo privado. A ello se suma que en dicho período ya se habría disipado el efecto negativo del aumento del impuesto al valor agregado a comienzos de 2017, el cual

Gráfico 2.1
Producto interno bruto
(desestacionalizado y corregido por efectos calendario)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 2.1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto (corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015)

	2017				2017 Año completo	2018 I trim.
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		
Consumo total	1,8	2,4	2,6	2,2	2,2	3,3
Consumo de hogares	1,3	1,8	2,3	1,7	1,8	2,3
Consumo final del Gobierno	2,3	4,4	4,5	4,8	4,0	7,2
Formación bruta de capital	1,5	0,9	-1,3	1,3	0,6	-5,6
Demanda interna (consumo + inversión)	1,8	2,1	1,7	2,0	1,9	1,3
Exportaciones totales	-1,9	4,5	-1,0	-4,4	-0,7	1,3
Importaciones totales	-0,2	3,8	0,1	-2,6	0,3	-2,5
PIB	0,8	1,9	3,0	1,4	1,8	2,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Durante el primer trimestre se observó un crecimiento importante del consumo público.

afectó la expansión de este componente del gasto, sobre todo durante la primera mitad del año pasado. Por su parte, para el caso del consumo público se observó una aceleración importante, que habría estado relacionada en gran medida, con el incremento temporal del gasto del Gobierno Nacional Central (GNC) en un contexto de entrada en vigencia de la Ley de Garantías, del censo poblacional y de la celebración de comicios electorales. Además, los gobiernos regionales y locales entraron en su tercer año legislativo, período que normalmente se asocia con un incremento del nivel de ejecución. Con todo, el crecimiento del consumo total en su serie corregida por estacionalidad y por efectos calendario se aceleró frente al registro de finales de 2017, al pasar de crecer 2,2% en dicho período a 3,3% durante los primeros tres meses del año (Cuadro 2.1).

En contraste con lo observado para el consumo, la formación bruta de capital (FBC) reportó una contracción importante a comienzos de 2018: 5,6% frente al mismo trimestre de 2017 (Cuadro 2.1). Este dato es el peor registro para este componente del PIB en el quinquenio más reciente, según las cifras del PIB de la nueva serie con año base 2015. Las cifras del desempeño de la actividad del primer trimestre recientemente publicadas por el DANE no permiten analizar con detalle los componentes de la inversión. Por esta razón, no se sabe con certeza en qué subcomponente de la formación bruta de capital fija se registraron las mayores caídas. No obstante, y como se explica más adelante, un análisis del PIB del sector de construcción (espejo de la inversión en este tipo de bienes de capital) sugiere que la caída de la FBC habría estado relacionada con retrocesos importantes en el renglón de construcción de obras civiles y de edificaciones.

Cabe señalar que el DANE no publicó series desagregadas de los componentes de la demanda interna, pero la suma del consumo total y de la inversión registró un crecimiento bajo, aunque mejor que el del agregado de 2017. Esto limita las posibilidades de análisis más desagregados del comportamiento de la economía colombiana, e imprime mayor incertidumbre sobre los pronósticos. Como ya se explicó, la heterogeneidad dentro de este indicador fue amplia: mientras el consumo total registró una aceleración, la FBC reportó una fuerte caída. No obstante, la mejoría del desempeño del PIB fue clara. Esto habría tenido efectos rezagados sobre otros renglones de la economía, como lo sugiere el comportamiento reciente del mercado laboral (véase el sombreado de la página 34), el cual muestra leves signos de recuperación.

No obstante, la formación bruta de capital registró una fuerte caída.

Por ramas de actividad, los sectores con las mayores tasas de crecimiento durante los tres primeros meses del año fueron, en su orden, las actividades financieras y de seguros (8,4%) y el sector de administración pública y defensa, educación, salud y servicios sociales (7,0%). Por el contrario, se observaron importantes contracciones en la construcción (-7,9%) y en la minería (-3,9%). Por su parte, el comercio, la agricultura y la industria mostraron expansiones moderadas (Cuadro 2.2).

Comportamiento del mercado laboral durante el segundo trimestre de 2018

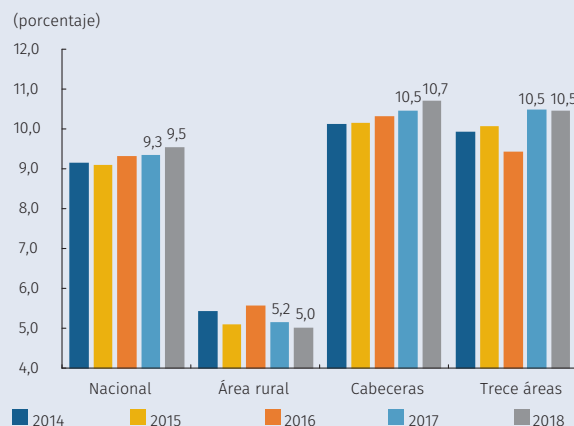
Con información a mayo de 2018, la tasa de desempleo (TD) se deterioró en el total nacional y se mantuvo estable en las trece áreas metropolitanas más importantes, en comparación con lo observado en igual período de 2017 (Gráfico A). Sin embargo, al examinar las series desestacionalizadas (trimestre móvil), no se evidencian deterioros frente a lo observado en el primer trimestre de 2018: la TD nacional se ubicó en promedio en 9,5% entre abril y mayo, permaneciendo sin cambios frente a la cifra promedio del primer trimestre de 2018, y la TD de las trece áreas se ubicó entre abril y mayo en 10,6%, registro levemente inferior con respecto al presentado entre enero y marzo (10,7%) (Gráfico B).

Los pocos cambios que ha presentado la TD en las trece áreas se explican porque las tasas de ocupación (TO) y global de participación (TGP) han tenido dinámicas similares desde hace varios trimestres (Gráfico C). En otras palabras, la oferta y la demanda de trabajo se han movido en paralelo. Así, desde mediados de 2016 y hasta finales de 2017 ambas tasas cayeron. Esta tendencia se interrumpió en lo corrido de 2018, cuando ambas aumentaron en proporciones similares.

En materia de empleo, las cifras desestacionalizadas de los últimos meses señalan que el número de ocupados ha aumentado, anualmente y en el margen, tanto para el agregado nacional como para las trece áreas. En el trimestre móvil terminado en mayo los ocupados crecieron 0,5% anual en el total nacional y 1,4% en las trece áreas (Gráfico D, paneles A y B). En este período, el aumento en el número de ocupados del total nacional fue impulsado, principalmente, por el crecimiento en el empleo urbano.

Los indicadores de calidad del empleo presentaron un leve deterioro durante abril y mayo en las trece áreas. Si bien el número de trabajadores asalariados y de trabajadores formales¹ creció levemente

Gráfico A
Tasa de desempleo
(trimestre móvil marzo-abril-mayo)



Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico B
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH).

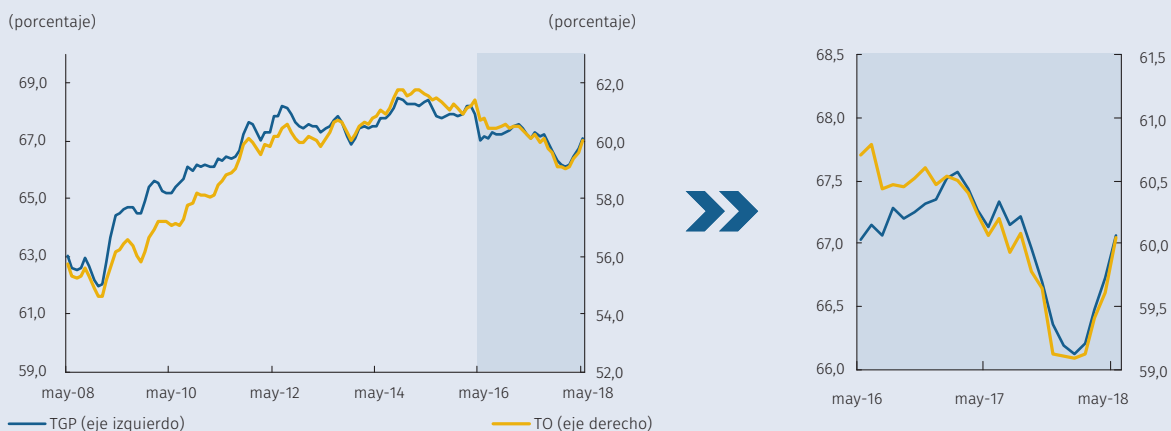
con respecto a las cifras del trimestre anterior, los aumentos en empleo no asalariado y en el empleo informal fueron más pronunciados. En términos anuales, en el trimestre móvil terminado en mayo la tasa de crecimiento del empleo asalariado fue de 0,7%, en tanto que la del empleo no asalariado fue del 2,1% (Gráfico E). En este mismo periodo, el empleo formal e informal registraron variaciones anuales de -0,1% y 3,0%, respectivamente (Gráfico F).

1 Según la definición del DANE, fundamentada en resoluciones de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) de las Naciones Unidas, son informales los empleadores y trabajadores en empresas de hasta cinco trabajadores, los trabajadores familiares sin remuneración, los trabajadores sin remuneración en empresas o negocios de otros hogares, los empleados domésticos, los jornaleros o peones, y los trabajadores por cuenta propia que laboran en establecimientos hasta de cinco personas, excepto los independientes profesionales (DANE, 2009).

Asimismo, comienzan a evidenciarse sutiles signos de recuperación en el mercado laboral. Los aumentos marginales de la TGP y de la TO en las trece áreas, junto con el aumento en el número de ocupados tanto en el ámbito nacional como en el urbano son indicadores de leves mejoras en el mercado laboral. Sin

embargo, se observan variaciones positivas marginales y anuales mayores en el empleo de menor calidad que en el empleo asalariado y formal. Con todo, las perspectivas de recuperación de la actividad económica durante los próximos trimestres deberían contribuir a una buena dinámica en el mercado laboral.

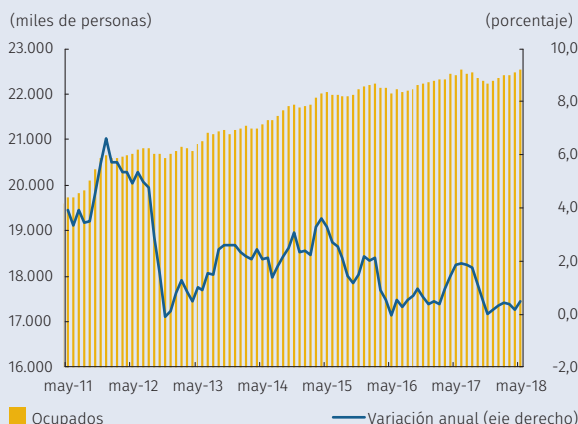
Gráfico C
Tasa global de participación y tasa de ocupación (trece áreas, desestacionalizadas)



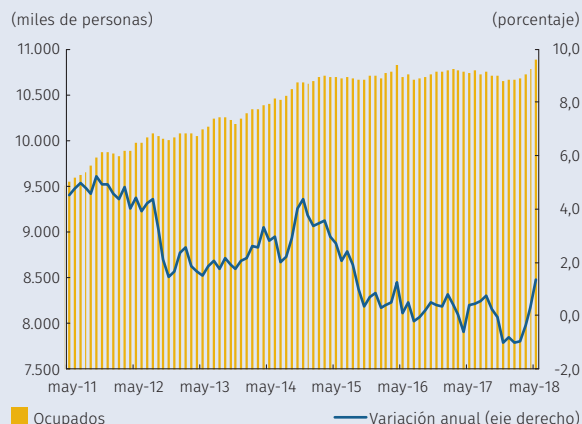
Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico D
Número de ocupados (desestacionalizados y variación anual)

A. Total nacional

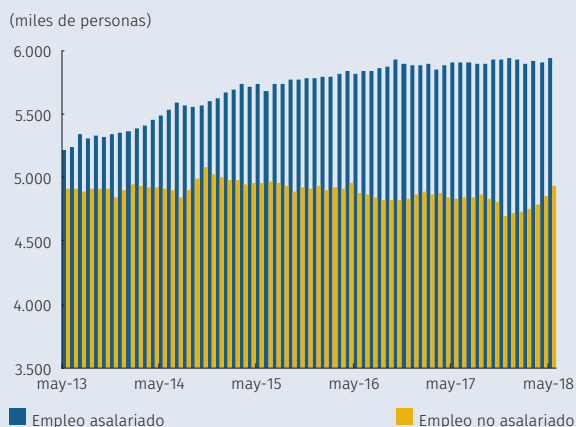


B. Trece principales áreas metropolitanas



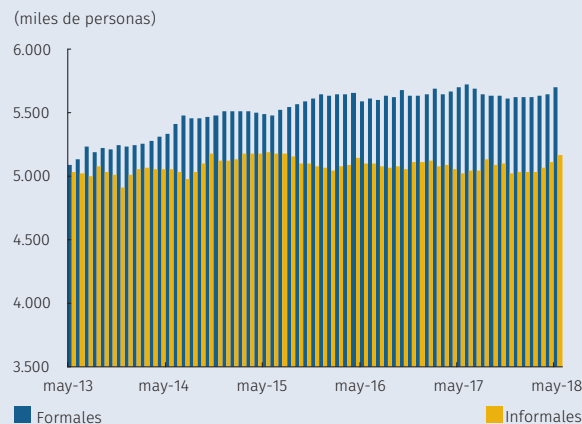
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico E
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico F
Empleo por formalidad
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

La moderación en el crecimiento anual del sector agrícola durante el primer trimestre obedeció a los menores crecimientos de las ramas de cultivos permanentes y transitorios (3,6%) y ganadería (4,3%). A la desaceleración de la primera rama contribuyó la caída en la producción de café (-5,5%), que se explicó, en gran medida, por las condiciones climáticas adversas para este cultivo, las cuales se registraron durante el segundo semestre de 2017. Contrarrestando parcialmente este efecto, los renglones de silvicultura y pesca presentaron reducciones menores que las observadas al cierre del año anterior.

La minería, por su parte, registró una caída significativa durante los primeros tres meses del año, explicada por el prácticamente nulo crecimiento de la producción de petróleo en el mismo período y el fuerte retroceso en la producción de carbón (-8,1%). A pesar de que este resultado se dio en un contexto particular en el que en febrero algunos problemas de orden público afectaron la infraestructura petrolera, es importante señalar que la producción de petróleo se ha mantenido estable cerca de los 850 miles de barriles diarios (mbd) desde mediados de 2016; incluso, a pesar de la disminución de los niveles de inversión del sector en proyectos de largo plazo, como consecuencia del fuerte descenso de los precios internacionales observado a mediados de 2014.

En contraste, la industria manufacturera total reportó un desempeño mejor que el observado a lo largo de 2017, al detener su caída y crecer 1,5% durante el primer trimestre de 2018. Al excluir refinación de petróleo, se expandió 1,1%. Se destacan los desempeños positivos de procesamiento y conservación de carne (8,9%), elaboración de productos de molinería (7,2%) y elaboración de bebidas (3,2%). Pese a este resultado positivo,

Cuadro 2.2
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica
(corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015)

	2016	2017				2017	2018
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,2	-0,2	5,2	11,2	6,5	5,6	2,3
Explotación de minas y canteras	-3,0	-6,9	-1,7	-5,2	-3,2	-4,3	-3,9
Industria manufacturera	2,8	-2,2	-2,7	-1,3	-1,7	-2,0	1,5
Electricidad, gas y agua	-0,0	-0,7	1,0	1,5	1,6	0,8	0,7
Construcción	3,0	-0,6	-0,8	-3,4	-3,2	-2,0	-7,9
Edificaciones	5,4	-1,7	-4,0	-9,4	-5,9	-5,3	-9,2
Obras civiles	-3,2	10,6	5,3	9,3	4,7	7,5	-8,2
Actividades especializadas para la construcción	5,3	-4,7	-6,1	-3,8	-2,2	-4,2	-8,2
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	1,9	0,5	1,1	2,0	1,1	1,2	3,3
Información y comunicaciones	-0,8	-2,6	0,7	0,8	0,8	-0,1	6,4
Actividades financieras y de seguros	6,6	1,9	9,5	5,2	11,0	6,9	8,4
Actividades inmobiliarias	3,3	3,1	2,8	2,6	2,5	2,8	2,8
Actividades profesionales, científicas y técnicas	-2,3	5,8	3,6	3,6	0,9	3,5	3,5
Administración pública y defensa, educación y salud	3,6	3,5	4,2	3,9	3,7	3,8	7,0
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	5,5	6,1	5,5	-1,0	5,4	3,9	3,2
Subtotal valor agregado	2,0	0,9	1,8	1,9	1,6	1,5	2,4
Impuestos menos subsidios	1,2	1,9	4,0	9,0	2,8	4,3	3,1
PIB	2,0	0,8	1,9	3,0	1,4	1,8	2,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

según la encuesta de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), estos agentes aún perciben que la demanda (tanto interna como externa) es el principal problema que enfrenta la industria, seguido del costo de las materias primas. Ambos fenómenos habrían reducido el efecto positivo esperado de la depreciación acumulada sobre la actividad del sector.

La rama de administración pública y defensa, educación y salud, cuya participación en el PIB es alta (14,7%), se expandió a una tasa significativa en el primer trimestre (7,0%). Ello es consistente con la aceleración observada en el consumo público. Dentro del resto de sectores relacionados con los servicios, se destaca el de actividades inmobiliarias, cuya participación en el PIB es de 8,9% y se expandió a una tasa de 2,8% en el período enero-marzo. Por su parte, el sector de actividades financieras y de seguros continuó creciendo a una tasa importante durante el primer trimestre (8,4%), superior a la observada en promedio para 2017 (6,9%).

Finalmente, como se mencionó, la construcción presentó un importante retroceso que obedece a los fuertes deterioros observados en edificaciones (-9,2%) y obras civiles (-8,2%). En el primer caso, de acuerdo con las cifras de metros cuadrados de obras en proceso del *Censo de edificaciones* publicado por el DANE, las caídas se dieron tanto en el renglón residencial (-19,2%), como en el no residencial (-7,1%). En el segundo, a su mal desempeño contribuyeron los retrasos en la construcción de varias de las vías enmarcadas en los proyectos de cuarta generación (4G), generados por la demora en los cierres financieros que han afectado la inversión en estos proyectos. Como resultado, el renglón de actividades especializadas para la construcción también presentó una disminución considerable (-8,2%).

La construcción presentó un importante deterioro en el primer trimestre.

2.2 El PIB del segundo trimestre de 2018

El pronóstico del equipo técnico para el segundo trimestre supone que el efecto negativo del choque de demanda a la FBC, que se identificó en el primer trimestre, se habría mantenido en el segundo. De igual manera, supone que el efecto positivo del choque de consumo público se habría disipado en su mayoría en estos últimos meses. Lo anterior, de la mano de los resultados de indicadores coyunturales disponibles entre abril y junio, permite proyectar una leve desaceleración del crecimiento del PIB (corregido por estacionalidad y por efectos calendario) frente a lo observado en el primer trimestre. La falta de disponibilidad de una mayor desagregación del PIB por el lado del gasto, junto con la incertidumbre asociada con el cambio del año base y de la posible revisión de las cifras de crecimiento del PIB (asociada principalmente con una etapa de consolidación de la metodología de corrección estacional y de efectos calendario), hacen que el pronóstico esté sujeto a una alta incertidumbre. Dado lo anterior, las estimaciones del equipo técnico apuntan a que la economía colombiana se habría expandido 2,6% anual durante el segundo trimestre, en ausencia de efectos calendario y estacionales. Cabe señalar que este pronóstico implica un crecimiento de la serie del PIB original mayor que el 2,2% del primer trimestre.

El comportamiento del PIB del segundo trimestre se habría dado en un contexto macroeconómico que se caracterizó por un buen desempeño de los fundamentales externos de crecimiento. En principio, y como se mencionó en el capítulo 1 de este *Informe*, las economías de nuestros principales socios comerciales continuaron ganando dinamismo, lo que significó un aumento de la demanda externa. Asimismo, se registraron crecimientos de los precios internacionales de los principales bienes básicos exportados por el país, lo que a su vez se habría traducido en un incremento de los términos de intercambio. También, es relevante señalar que durante el segundo trimestre siguieron entrando capitales que habrían financiado la expansión de la demanda interna, incluso a pesar de los aumentos recientes de las primas de riesgo de la mayoría de países emergentes y de los incrementos en el costo de financiamiento externo.

Para el PIB del segundo trimestre se espera un crecimiento levemente menor que el del primero.

Con respecto a los fundamentales internos, la inflación se estabilizó muy cerca de la meta de largo plazo del 3,0%. Asimismo, continuó la transmisión del descenso de la tasa de intervención del Banco de la República hacia las tasas de mercado. Los efectos acumulados de una postura monetaria más expansiva habrían contribuido a la dinámica del ingreso disponible de los hogares y habrían aliviado, de alguna manera, la carga financiera de los deudores netos. A lo anterior se suma una recuperación importante de la confianza, jalonada sobre todo por una mejor perspectiva de las condiciones futuras de la economía colombiana, como se mencionará más adelante.

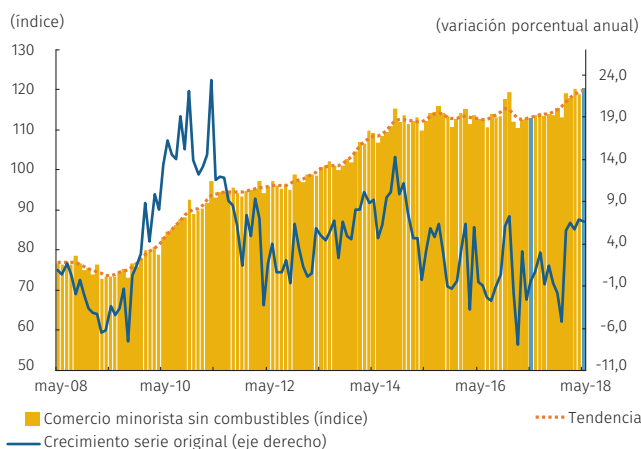
En este contexto, el pronóstico del equipo técnico contempla una aceleración de la demanda interna (medida como la suma del consumo total más la inversión total) durante el segundo trimestre. En particular, se espera

un mejor desempeño del consumo privado y una menor caída de la inversión. La demanda externa, por su parte, habría contribuido positivamente a la expansión del PIB, aunque menos que en el primer trimestre de 2018. En este sentido, las exportaciones reales habrían registrado incrementos, mientras que las importaciones habrían registrado caídas.

Los resultados para un buen número de indicadores coyunturales apoyan el escenario recientemente descrito. En efecto, 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 (Gráfico 2.2). El agregado de este índice para el bimestre abril-mayo registró una expansión de 6,8% anual, lo cual significó una aceleración frente al 5,9% del primer trimestre del año. Al descontar las ventas de vehículos, el resto de ventas minoristas se expandió 6,5% anual durante el mismo mes (Gráfico 2.3). Para el bimestre la expansión fue de 5,7% anual, lo que también significó un mejor comportamiento con respecto al registro de los primeros tres meses de 2018 (4,8%).

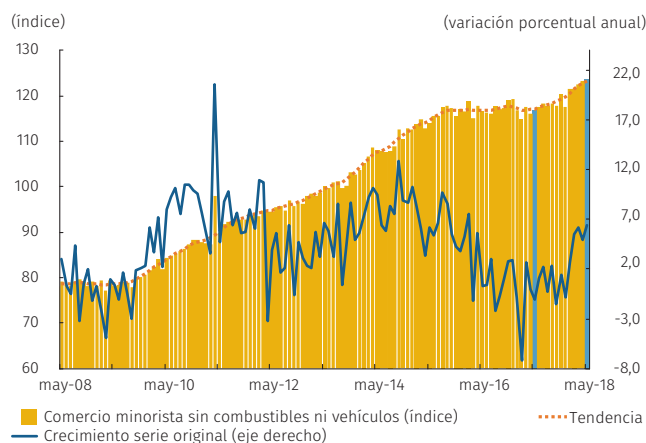
Cuando se analiza el segmento de ventas minoristas de automotores, con las cifras de la misma encuesta, el índice de ventas de vehículos de mayo aumentó 7,7% frente al mismo mes de 2017. Para el agregado del bimestre abril-mayo la expansión fue de 13,0%, similar al registro del primer trimestre, cuando el incremento anual fue de 13,2% (Gráfico 2.4). Un comportamiento similar estaría mostrando la serie de registros de matrículas publicada por Fenalco. A pesar de que en junio estas cayeron 7,7% anual, el agregado del segundo trimestre reportó un aumento de 3,8% frente a igual período de 2017.

Gráfico 2.2
Encuesta mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado y corregido por efectos calendario)



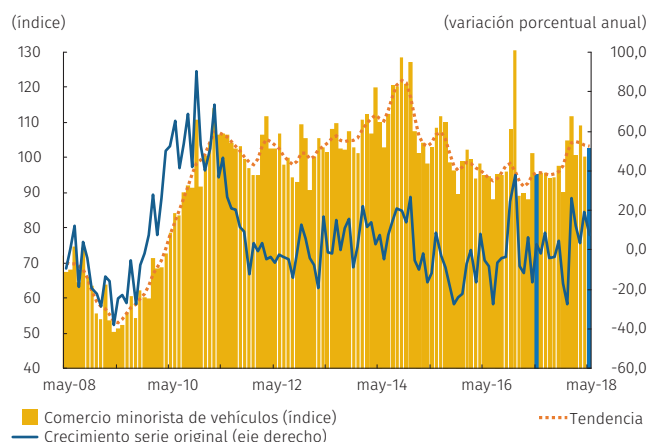
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.3
Encuesta mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles ni vehículos, desestacionalizado y corregido por efectos calendario)



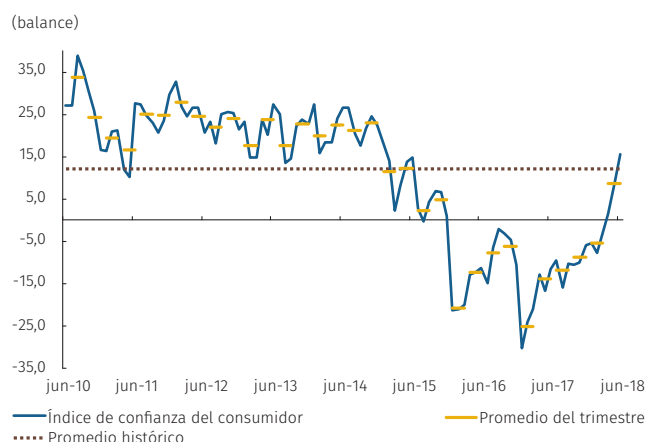
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.4
Encuesta mensual del comercio al por menor
(comercio minorista de vehículos automotores, desestacionalizado
y corregido por efectos calendario)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.5
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

Esto representó un mejor desempeño con respecto a lo observado a comienzos de año, cuando se registró una caída de -3,4% anual.

Otros indicadores que guardan estrecha correlación con el consumo de los hogares también apuntan a un mejor desempeño de este componente del PIB durante el segundo trimestre de 2018. En particular, con cifras a junio, el índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo continuó con la tendencia de recuperación que venía mostrando en meses anteriores, llegando así, luego de casi tres años, a niveles superiores a su promedio calculado desde noviembre de 2001 (Gráfico 2.5). Además, con cifras a mayo, la serie desestacionalizada del balance de ventas de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República también sugiere que el ritmo de crecimiento del consumo privado se habría acelerado entre abril y mayo de 2018.

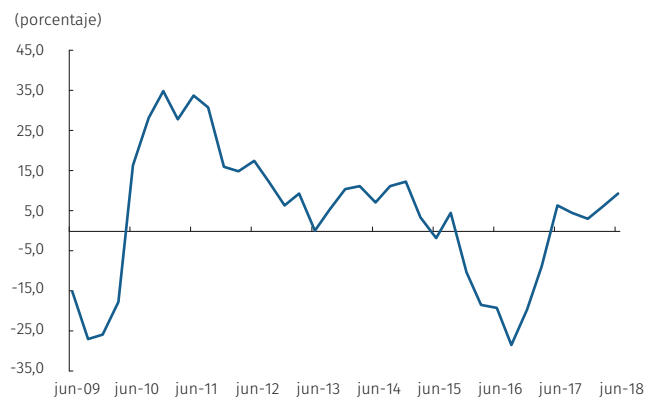
Por su parte, la proyección del crecimiento de la inversión está sujeta a que el supuesto de reversión incompleta del choque de demanda del primer trimestre se cumpla. Si se observan nuevos choques negativos, o si se revierten más pronto de lo anticipado, se comprometería la precisión del pronóstico. Además, la ausencia de series desagregadas hace que las estimaciones del equipo técnico estén revestidas de una mayor incertidumbre que la habitual.

Dicho esto, la información disponible para el segundo trimestre de 2018 sugiere que la FBC habría registrado tasas de crecimiento negativas, aunque su caída habría sido menos profunda que lo observado para este rubro del PIB durante los primeros tres meses del año. Al llevar a pesos constantes las cifras de importaciones de bienes de capital en dólares publicadas por el DANE, así como las disponibles sobre comercio exterior de la DIAN, se observa que la inversión en bienes de capital estaría impulsada más por el gasto en maquinaria industrial que en equipo de transporte (Gráfico 2.6, paneles A y B, respectivamente).

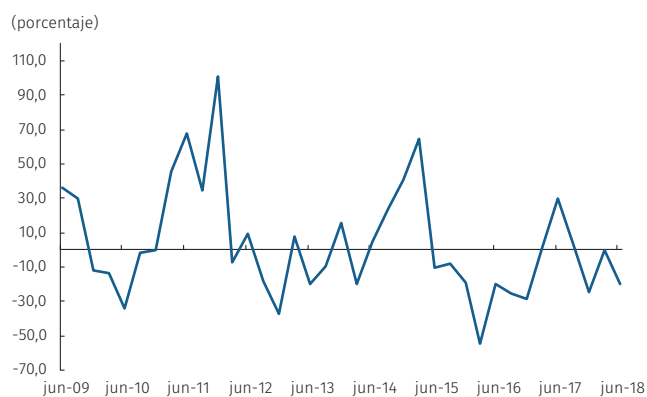
El pronóstico central en este *Informe* contempla un mal desempeño para la FBC de construcción en el segundo trimestre. Específicamente, se anticipa una nueva contracción para la inversión en construcción de edificaciones. Los indicadores de actividad económica para este subsector continuaron mostrando un comportamiento mediocre. En este aspecto, continúan los excesos de oferta y el bajo dinamismo de la demanda en el segmento no residencial y de vivienda de ingresos altos. El pronóstico también contempla un estancamiento de la inversión en obras civiles en niveles similares a los registrados un año atrás. Esto supone que el choque

Gráfico 2.6
Importaciones de bienes de capital (reales)
(variación anual)

A. Importaciones de bienes de capital para la industria en pesos constantes



B. Importaciones de equipo de transporte en pesos constantes



Nota: el dato de junio corresponde a una proyección utilizando las cifras preliminares de la DIAN.
 Fuente: DANE (comercio exterior) y DIAN; cifras llevadas a términos reales mediante cálculos del Banco de la República.

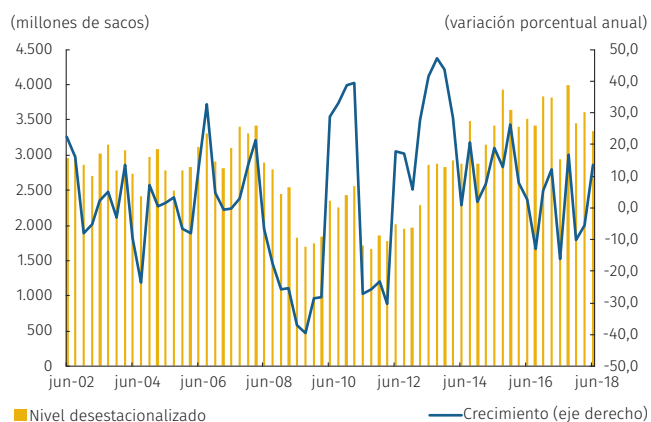
observado en el primer trimestre solo se dispararía plenamente a partir de la segunda mitad del año, en la medida en que se superen los retrasos en los cierres financieros que han afectado la inversión en proyectos de infraestructura en el marco de las vías de cuarta generación (4G).

En materia de comercio exterior, para el segundo trimestre se proyecta una expansión de las exportaciones reales, las cuales habrían estado impulsadas, sobre todo, por las ventas de bienes no tradicionales y de servicios. Por su parte, las importaciones caerían de nuevo (aunque en menor magnitud que en el primer trimestre), algo que estaría relacionado con el mal comportamiento en buena parte de la inversión. Estos resultados se derivan de la información de las cifras de comercio exterior en dólares publicadas por el DANE y la DIAN, las cuales son llevadas a pesos constantes al utilizar deflatores apropiados en ambos casos.

Por ramas de actividad, los indicadores disponibles sugieren un desempeño dispar de la actividad económica para el segundo trimestre de 2018, y también apuntan a una expansión del PIB levemente menor que la registrada en los primeros tres meses del año.

En el sector agropecuario las cifras señalan resultados mixtos. Por un lado, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, en junio la producción de café se situó en 1.087.000 sacos, lo que representó un aumento del 3,6% anual (Gráfico 2.7). Esta cifra, que implica un crecimiento de 13,2% durante el segundo trimestre, representa una mejoría con respecto al primer trimestre, cuando la producción

Gráfico 2.7
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



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

del grano presentó un retroceso anual de 5,5%. Sin embargo, cifras como la de la *Encuesta nacional de arroz mecanizado* del DANE, que para el primer semestre reportó una contracción de 23,1% en el área sembrada en la zona de los Llanos, apuntan a que el crecimiento de otros cultivos no sería tan alentador en el segundo trimestre.

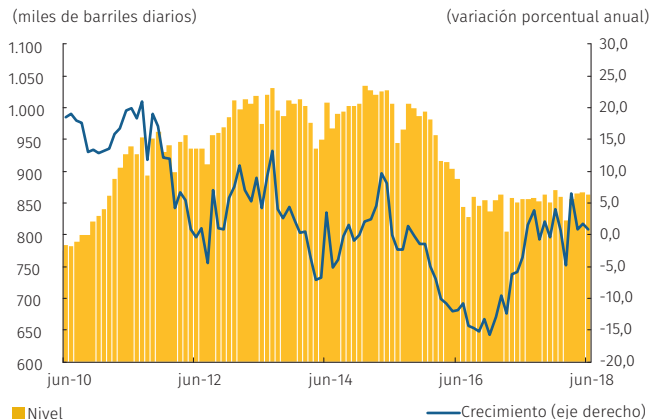
En lo que respecta a la minería, los indicadores apuntan a alguna recuperación del sector. La producción de petróleo promedio del segundo trimestre (865 mbd) creció 1,2% anual, y fue superior a la del primer trimestre (847 mbd), que había presentado un crecimiento casi nulo en términos anuales (Gráfico 2.8). Para la producción de carbón, que retrocedió significativamente durante el primer trimestre, se espera que deje de caer durante el segundo, resultado que podría tener que ver con la reciente aceleración de los precios internacionales de este producto, los cuales crecieron cerca del 17% anual durante el período abril-junio (su crecimiento en el primer trimestre fue de 6,7% anual).

En cuanto a la industria manufacturera, las cifras apuntan a un crecimiento mayor durante el segundo trimestre. Según la *Encuesta mensual manufacturera del DANE*, el total del sector creció 2,9% en mayo. Al excluir la refinación, las manufacturas restantes presentaron un crecimiento de 4,2%. Para el agregado del bimestre abril-mayo, la producción industrial total, desestacionalizada y ajustada por efectos calendario, creció 4,9%, lo que representa una aceleración frente al promedio del primer trimestre (1,6%). El componente tendencial de esta serie también sugiere una recuperación del sector (Gráfico 2.9).

Adicionalmente, la *Encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo* para el sector industrial con información a junio muestra tendencias favorables tanto en el indicador de pedidos como en el de existencias. Con ello, la confianza industrial durante el segundo trimestre continuó fortaleciéndose.

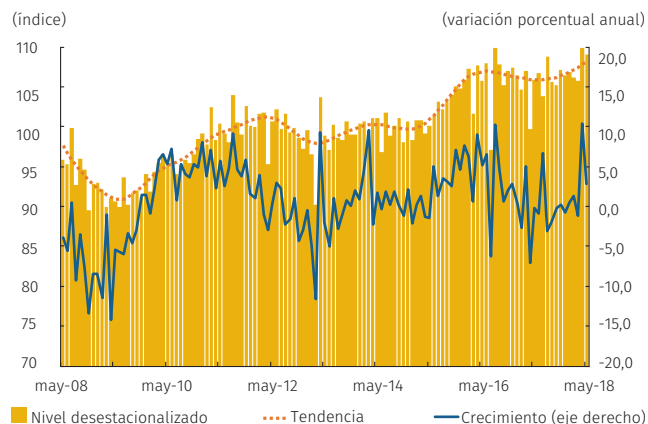
En lo referente a la construcción, se espera un deterioro adicional, aunque menos pronunciado que el del primer trimestre. Ello, principalmente, debido a que se prevé que el mal desempeño de las obras civiles empezará a revertirse, como consecuencia de la concreción de los cierres financieros de algunos proyectos enmarcados en las vías de 4G. Por otro lado, la construcción de edificaciones continuaría pasando por un mal momento; así lo señalan los indicadores relacionados con esta actividad:

Gráfico 2.8
Producción de petróleo
(mensual y crecimiento anual)



Fuente: ANH; cálculos Banco de la República

Gráfico 2.9
Producción industrial real total
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

en mayo, las licencias de construcción para vivienda presentaron un retroceso (-5,3%), al igual que la producción y los despachos de cemento (-1,5% y -1,6%, en su orden). Adicionalmente, los inventarios de vivienda, oficinas y locales, sobre todo en ciertas ciudades y para ciertos niveles de ingreso, siguen siendo altos.

Por otra parte, para el sector de administración pública y defensa, educación y salud se prevé un crecimiento significativamente menor al del primer trimestre. Lo anterior, debido a que, como se mencionó, en la contraparte de este sector en el gasto se espera que el choque positivo sobre el consumo público observado en los tres primeros meses se empiece a disipar. Las actividades financieras y de seguros continuarían exhibiendo un buen dinamismo, aunque en términos anuales su crecimiento sería menor al observado durante los tres primeros meses del año por una base de comparación relativamente alta en el segundo trimestre de 2017. Finalmente, para el sector de información y comunicaciones, que creció de forma importante durante el primer trimestre del año, se espera un menor crecimiento en el período abril-junio, dadas las cifras de ingresos para el sector de telecomunicaciones obtenidas de la *Encuesta mensual de servicios* del DANE.

Con las cifras anteriores, el equipo técnico estima que el crecimiento del PIB corregido por estacionalidad y por efectos calendario se habría situado entre 2,0% y 3,0%, con 2,6% como cifra más probable. La amplitud del rango de pronóstico es consistente con la incertidumbre relacionada con el desempeño del consumo público y de las obras civiles, y con los supuestos de los diferentes escenarios de la balanza de pagos para dicho período. Cabe señalar que alrededor de este pronóstico existe un margen de error importante, toda vez que en los próximos meses el DANE podría revisar las series históricas del PIB y la participación de sus diferentes componentes, mientras se consolida la nueva base de cuentas nacionales (véase el sombreado de la página 44).

Se prevé un deterioro adicional en la construcción durante el segundo trimestre.

La nueva base de cuentas nacionales, año 2015

En la publicación de las cifras de crecimiento del PIB del primer trimestre del año el DANE presentó la nueva base de las cuentas nacionales. Como primera característica del cambio metodológico, dichos datos tienen como base el año 2015, y como estructural el año 2014, comparados con la base 2005 de la versión anterior. En segundo lugar, desde el enfoque de la producción se realizó una recomposición de los sectores productivos, pasándose de nueve grandes ramas de actividad a doce. Sus participaciones en la producción total, al primer trimestre de 2018, se muestran en el Cuadro A.

Cuadro A
Participaciones sectoriales en el PIB
(primer trimestre de 2018)

	Participación (porcentaje)
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	6,9
Explotación de minas y canteras	5,1
Industria manufacturera	11,5
Electricidad, gas y agua	3,2
Construcción	6,3
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	17,5
Información y comunicaciones	2,7
Actividades financieras y de seguros	5,2
Actividades inmobiliarias	9,1
Actividades profesionales, científicas y técnicas	7,2
Administración pública y defensa, educación y salud	13,6
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	2,3
Subtotal valor agregado	90,7
Impuestos menos subsidios	9,3
PIB	100,0

Nota: participaciones calculadas con la serie original del PIB a precios corrientes. Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Desde el enfoque del gasto, aunque las cifras publicadas al momento no permiten estudiar la desagregación de la demanda interna, estas sí permiten conocer la participación de los grandes componentes de la demanda, con algún detalle para el consumo. Estas participaciones se muestran en el Cuadro B.

A partir de la divulgación de las cifras del producto del primer trimestre con la nueva base 2015, el DANE publica, además de la serie original, una serie de PIB desestacionalizada y ajustada por efectos calendario. Este ajuste permite hacer comparaciones entre trimestres consecutivos, que por efecto de los días hábiles no son comparables en los datos originales. Es importante señalar aquí que, en adelante, el equipo técnico hará seguimiento al crecimiento de la serie del producto desestacionalizada y corregida por días hábiles, considerando que, al estimar y remover los ruidos estadísticos de los efectos calendario, esta permite hacer un mejor análisis de los cambios del estado de la economía.

Cuadro B
Participaciones de los componentes del gasto en el PIB (primer trimestre de 2018)

	Participación (porcentaje)
Consumo total	83,0
Consumo de hogares	69,3
Consumo final del Gobierno	13,8
Formación bruta de capital	21,2
Exportaciones totales	15,0
Importaciones totales	19,2
PIB	100,0

Nota: participaciones calculadas con la serie original del PIB a precios corrientes. Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Recuadro 1 Una descomposición histórica del índice de confianza del consumidor en Colombia

Camilo Cárdenas Hurtado
María Alejandra Hernández Montes*

El índice de confianza del consumidor (ICC), publicado por Fedesarrollo, resume la percepción y las expectativas de los consumidores sobre las condiciones económicas del país y del hogar, así como la disposición de los individuos para realizar gastos en bienes durables, como muebles, electrodomésticos, vehículos, e incluso decisiones de más largo plazo, como la adquisición de vivienda. Este indicador pretende seguir de cerca el comportamiento de la demanda y registrar cambios en las preferencias y en los hábitos de consumo de las familias colombianas. El ICC, que tiene una frecuencia mensual, se calcula como el promedio de los balances de cinco preguntas¹ de la *Encuesta de opinión al consumidor* (EOC). De estas preguntas también se construyen dos indicadores complementarios: el índice de condiciones económicas de los hogares (ICE) y el índice de expectativas de los consumidores (IEC).

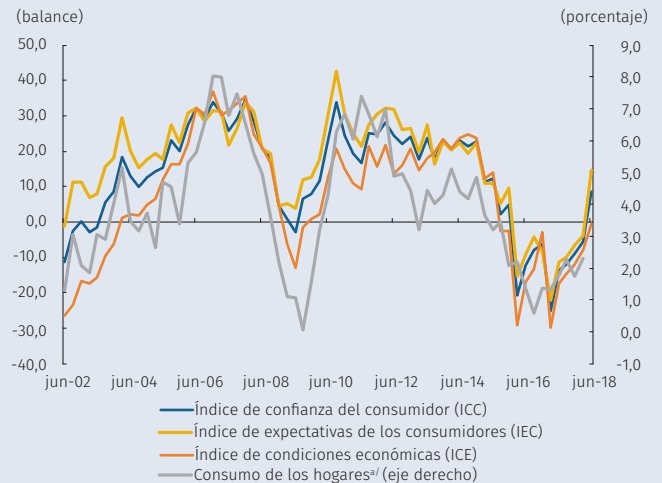
El ICC desempeña un papel importante en el proceso de toma de decisiones por parte de las autoridades económicas. El equipo técnico y la Junta Directiva del Banco de la República le hacen seguimiento a este indicador pues, dada la oportunidad con la que se publica y su alta correlación con la dinámica del consumo privado, brinda información relevante para analizar el estado de la actividad económica.

* Los autores son, en su orden, profesional especializado y profesional en estadística de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica. El contenido de este *recuadro* corresponde a una versión resumida y preliminar del documento de trabajo "Understanding Consumer Confidence Indexes in Colombia: A Structural Favar Analysis", de su autoría. Las opiniones y resultados presentados en este recuadro no representan aquellos del Banco de la República ni de su Junta Directiva.

¹ El balance se define como el porcentaje de respuestas positivas menos el porcentaje de respuestas negativas. Su rango va desde -100% a +100%. Las preguntas con las que se construye el ICC tienen que ver con la percepción y expectativas del hogar (preguntas 1 y 2), del país (preguntas 3 y 5), y la disposición a comprar bienes durables (pregunta 11) del jefe de hogar encuestado. Para mayor detalle sobre la metodología de la EOC, consúltese <https://www.fedesarrollo.org.co/encuestas/consumidor-eoc>.

En efecto, estudios como el de Carroll *et al.* (1994) y el de Ludvigson (2004), y el de Julio y Grajales (2011) para el caso colombiano, muestran que el índice de confianza ayuda a pronosticar el crecimiento del producto interno bruto (PIB) y de sus componentes, siendo el del consumo de los hogares el de mayor relevancia. Con cifras al primer trimestre de 2018, el coeficiente de correlación contemporáneo entre los índices de la EOC y la tasa de crecimiento anual del consumo privado son 84,0%, 80,6% y 80,5% para el ICC, el IEC y el ICE, respectivamente (Gráfico R1.1).

Gráfico R1.1
Índice de confianza del consumidor y crecimiento del consumo de los hogares



a/ Empalme no oficial utilizando las cuentas nacionales bases 2005 y 2015.
Fuentes: Fedesarrollo, cálculos de los autores.

1. Contexto macroeconómico y comportamiento reciente del ICC

En el cuatrienio más reciente la economía colombiana enfrentó diferentes choques que afectaron de manera severa y persistente su equilibrio. El hecho más relevante fue la destorcida del precio internacional del petróleo a mediados de 2014. Como se explicó en versiones anteriores de este *Informe*, esta caída tuvo consecuencias macroeconómicas que incluyeron 1) un importante retroceso del nivel de términos de intercambio; 2) un deterioro de la dinámica del ingreso disponible; 3) una fuerte depreciación del tipo de cambio y, vía efectos de segunda ronda, 4) la aparición de presiones inflacionarias sobre los bienes transables, las cuales deterioraron la capacidad de compra de las familias colombianas. A la caída del precio del petróleo y sus efectos secundarios sobre la economía, se sumaron los derivados del fenómeno de El Niño sobre los precios de los alimentos a lo largo de 2015. Esto implicó un aumento adicional del costo de la canasta familiar.

En el contexto descrito, el ICC registró una dinámica coherente con el ciclo de la actividad económica y, por consiguiente, cayó de manera abrupta desde el tercer trimestre

de 2014, para tocar fondo hacia finales de 2016. Desde entonces ha mostrado una tendencia a la recuperación, incluso en presencia de choques asociados con el anuncio y posterior implementación de la reciente reforma tributaria, y con contextos de incertidumbre política. La recuperación de la confianza de los hogares se ha dado en un escenario de ajuste ordenado de la economía colombiana a niveles acordes con términos de intercambio más bajos, pero también de reversión parcial de algunos de los choques y de convergencia del ritmo de la actividad económica y de la inflación a su nivel potencial y meta de 3% de largo plazo, respectivamente.

En meses recientes el repunte del ICC fue más notorio, jalonado en gran medida por el componente de expectativas del indicador (Gráfico R1.2). Esto ha sido entendido por las autoridades económicas y los analistas de mercado como un signo de recuperación de la economía y como un indicio de aceleración del ritmo de crecimiento del consumo privado en el corto plazo.

Dicho lo anterior, cabe preguntarse a qué se debe la recuperación reciente de la confianza de los hogares. Este repunte tendría diferentes implicaciones para la formulación de la política económica si tiene orígenes en una mejoría de sus fundamentales, o si obedece a noticias o eventos aislados no relacionados con sus determinantes. Así, cobra relevancia identificar cuáles son esas variables fundamentales y cómo estas han influido en el comportamiento de la confianza de los consumidores en Colombia.

Para ello, en este recuadro se identifican algunas variables que la literatura internacional ha identificado como determinantes de la confianza del consumidor, y luego, mediante un ejercicio econométrico, se adelanta una descomposición histórica de los choques estructurales en dichos fundamentales que determinan los movimientos del ICC. Los resultados del ejercicio empírico sugieren que la recuperación

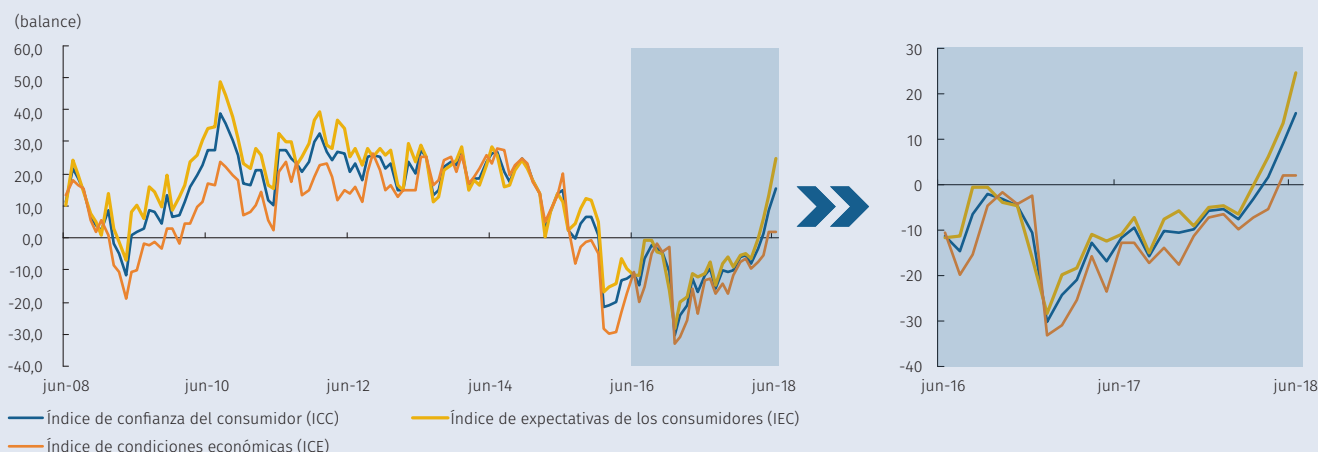
reciente del ICC ha obedecido tanto a factores fundamentales como a choques a la confianza no relacionados con sus determinantes. Esto permite concluir que, incluso en ausencia de los choques positivos de confianza no explicados por sus fundamentales, el ICC habría registrado una tendencia positiva.

2. Fundamentales del comportamiento de la confianza de los hogares

La literatura que ha estudiado los determinantes de la confianza del consumidor ha identificado variables que pueden ser categorizadas en diferentes grupos. En principio, Souleles (2004) y Ramalho *et al.* (2011) encuentran una relación de corto plazo entre el desempeño económico (y la fase del ciclo) del país y la confianza del consumidor, la cual complementa el papel de las características demográficas de la población y de los eventos de índole electoral y político. En igual dirección apuntan los resultados de Lahiri y Zhao (2016), quienes, además de las variables anteriores, resaltan la importancia de las interpretaciones y percepciones propias de cada hogar con respecto a sus condiciones financieras y al costo de vida. En este orden de ideas, variables como condición financiera del país, el ingreso real del hogar, la tasa de desempleo, las expectativas de inflación y la percepción de la política económica del gobierno explican el comportamiento de la confianza de los consumidores.

Otros autores como Mueller (1966), Ward (1999), y Özerkek y Çelik (2010) han encontrado que la confianza de los consumidores sigue de cerca lo que suceda en el país y en el hogar en materia de mercado laboral, ingresos y riqueza en términos reales, y carga tributaria e impuestos. En particular, estos estudios muestran cómo el desempleo del jefe de hogar afecta de manera significativa las expectativas de los consumidores sobre las condiciones económicas, y cómo incrementos en los precios de las acciones y en el gasto del

Gráfico R1.2
Índices de confianza del consumidor (ICC), de expectativas de los consumidores (IEC), y de condiciones económicas (ICE)



Fuente: Fedesarrollo.

gobierno tienen un efecto positivo y otro negativo sobre el sentimiento del consumidor, respectivamente.

Por otra parte, también se ha estudiado el efecto de las noticias y de los eventos políticos sobre el nivel de la confianza de los consumidores. Se ha encontrado que las noticias de los medios de comunicación masiva son un determinante clave de la confianza (Mueller, 1966), y que incluso pueden tener un efecto asimétrico: los consumidores parecen ser más sensibles a los eventos negativos que a los positivos (Lahiri y Zhao, 2016). También, se ha reportado que el tono con el que se presentan las noticias económicas tiene un efecto significativo de corto plazo sobre esta variable (Alsem *et al.*, 2008). Igualmente, Throop (1992) encuentra que la confianza del consumidor puede moverse independientemente de sus determinantes cuando sucede un evento político o económico importante.

En igual sentido, De Boef y Kellstedt (2004) muestran que, después de controlar por el desempeño económico, la percepción de los ciudadanos sobre la capacidad de los gobiernos para manejar la economía afecta la confianza tanto en el corto como en el largo plazos. Además, eventos como guerras, elecciones y los niveles de aprobación política del gobierno de turno explican gran parte de las variaciones de la confianza.

3. Descripción y resultados del ejercicio econométrico

Acorde con la literatura internacional, para el presente trabajo se clasificaron 78 series económicas en 6 grupos de variables, cada uno relacionado con un determinante de la confianza de los consumidores. El primer grupo es construido con indicadores del entorno económico internacional, y lo llamamos “contexto externo”. El segundo contiene variables asociadas con la situación económica general del país, así como algunos indicadores de actividad económica y del gasto del gobierno. Se denomina “contexto interno”. El tercer grupo, “condiciones laborales”, resume las condiciones del mercado de trabajo colombiano: tasas de empleo y desempleo, calidad del empleo e ingresos y salarios reales. En el cuarto grupo, “condiciones financieras”, se incluyeron diferentes tasas de interés, montos de desembolsos e indicadores de calidad del crédito de los hogares. El quinto grupo, “impuestos”, está compuesto por las cifras de recaudo de los tributos directos e indirectos que afectan a los consumidores colombianos. Por último, el sexto grupo está relacionado con el “costo de vida”, y consta de diferentes índices de precios de la canasta del consumidor y de expectativas de inflación.

Adicionalmente, se asume que los movimientos de la confianza no explicados por los anteriores determinantes son ocasionados por choques aislados, denominados “resto”, los cuales no dependen de lo que suceda con las variables fundamentales y que podrían estar relacionados con even-

tos políticos, con asuntos de orden público, con noticias, entre otros.

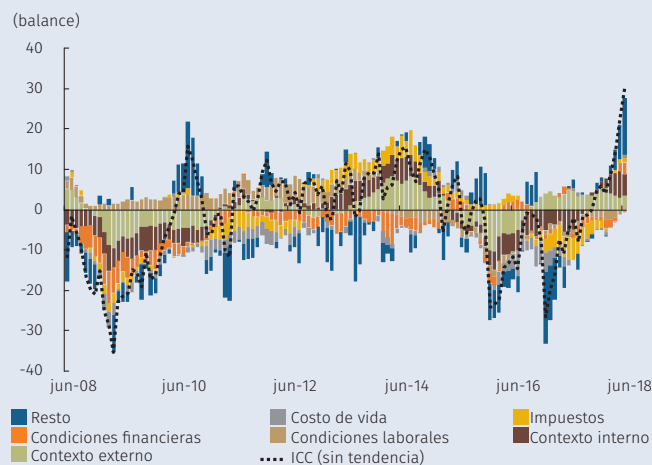
Luego, se hace un análisis de componentes principales para construir una serie representativa para cada uno de los grupos de variables de determinantes. Como es usual, se extrae el primer factor (componente principal) de cada grupo, el cual resume el comportamiento de todas las variables incluidas en él.

Para descomponer los movimientos del ICC entre aquellos explicados por sus fundamentales y aquellos no relacionados con el comportamiento de sus determinantes, se estima un modelo estructural de vectores autorregresivos de factores (SFAVAR). A todas las series del sistema de ecuaciones se les elimina la tendencia. Esto permite que las variables sean estacionarias y que el sistema sea estable. Los resultados de las pruebas Dickey-Fuller aumentadas de raíz unitaria aplicadas a las series confirman lo anterior.

Luego, mediante un ejercicio de descomposición histórica de choques (Burbidge y Harrison, 1985) en el que se utiliza la factorización de Cholesky como estrategia de identificación, se obtienen series de los errores estructurales del sistema de ecuaciones con los que puede descomponer el ICC como la suma acumulada de choques de sus factores fundamentales (Gráfico R1.3). Para mayor detalle de la metodología econométrica, véase, por ejemplo, Amisano y Giannini (1997); y Bernanke *et al.* (2005).

Los resultados de la descomposición histórica de choques del ICC son robustos y coherentes con lo observado para la economía colombiana en la década más reciente. Por ejemplo, se observa cómo la confianza de los hogares se vio golpeada por un deterioro de los fundamentales de “contexto externo” entre 2009 y 2011, como consecuencia de la

Gráfico R1.3
Descomposición histórica de choques estructurales del Índice de Confianza del Consumidor



Fuente: Fedesarrollo, cálculos de los autores

crisis financiera internacional de finales de 2008. Durante dicho período también se registró un aporte negativo de los fundamentales de los grupos “condiciones financieras” y “contexto interno”, en un ambiente de desaceleración de la economía colombiana.

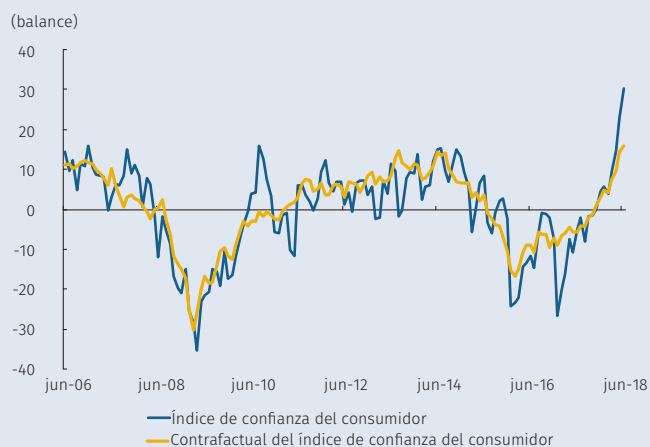
El quinquenio que siguió a la crisis financiera fue un período en el que a la consolidación del ICC en terreno positivo contribuyó el buen desempeño de los fundamentales del “contexto externo”, en particular por el alto nivel de los precios internacionales de las materias primas exportadas por Colombia. Durante dicho período también contribuyeron el “contexto interno” y las “condiciones laborales”.

La descomposición de choques también muestra cómo entre 2015 y 2016 el ICC se vio afectado por el comportamiento de los determinantes de “contexto externo”, dado el fuerte choque a los términos de intercambio de mediados de 2014 y sus efectos de segunda ronda sobre la economía. En este sentido, los de “contexto interno” también contribuyeron al deterioro de la confianza de los hogares en dicho período. Además, los choques a los precios de la canasta familiar derivados de los efectos del fenómeno de El Niño y de la depreciación acumulada hicieron que el grupo “costo de vida” afectara los niveles de confianza de los hogares entre comienzos de 2016 y mediados de 2017. A lo anterior se suman caídas relacionadas con choques no explicados por el comportamiento de los fundamentales del ICC. En particular, resaltan las caídas de la confianza durante los primeros meses de 2016 y 2017. Estos choques podrían haber estado relacionados con el anuncio y posterior entrada en vigencia de la más reciente reforma tributaria. En lo que a esto respecta, cabe señalar que a lo largo de 2017 se observa cómo los fundamentales del grupo “impuestos” afectaron negativamente la confianza de los consumidores. En dicho período se registró un aumento del IVA y de los impuestos directos.

En lo corrido de 2018 la mayoría de fundamentales de la confianza de los hogares han registrado comportamientos positivos, en un contexto en donde el aporte al incremento del ICC de los choques asociados con eventos aislados, no relacionados con el desempeño de sus determinantes, ha sido especialmente alto. Esto refleja que en meses recientes los consumidores han sido particularmente influenciados por noticias o eventos no relacionados con el comportamiento de las variables fundamentales del ICC. Cabe señalar que las mejores condiciones de los fundamentales del “contexto externo” desde comienzos de 2017, del “contexto interno” desde finales del año pasado, la asimilación del choque del IVA por parte de los hogares colombianos en 2018, y la convergencia de la inflación a niveles estables y cercanos a la meta de largo plazo del Banco de la República del 3,0%, han permitido que el ICC registre un desempeño favorable, incluso descontando el efecto de los choques no explicados por sus determinantes (Gráfico R1.4).

Estos resultados permiten concluir que los incrementos recientes del ICC son resultado de la combinación de un

Gráfico R1.4
Índice de confianza del consumidor: niveles observados y contrafactual en ausencia de choques no explicados por sus fundamentales
(series sin tendencia cuadrática)



Fuente: Fedesarrollo, cálculos de los autores.

mejor desempeño por parte de sus fundamentales, por un lado, y de contribuciones positivas de choques relacionados con eventos ajenos a los determinantes de la confianza, por otro. Además, la evidencia derivada del ejercicio empírico sugiere que, incluso en ausencia del choque positivo no explicado por sus fundamentales, el ICC habría registrado de igual forma una recuperación y se habría ubicado en niveles igualmente altos.

Referencias

- Alsem, K. J.; Brakman, S.; Hoogduin, L.; Kuper, G. (2008). *The Impact of Newspapers on Consumer Confidence: Does Spin bias Exist?*, *Applied Economics*, vol. 40, núm. 5, pp. 531-539.
- Amisano, G.; Giannini, C. (1997). *Topics in Structural VAR Econometrics*. Springer-Verlag, Berlin, 2.ª edición.
- Bernanke, B. S.; Boivin, J.; Eliáz, P. (2005). “Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 120, núm. 1, pp. 387-422.
- Burbidge, J.; Harrison, A. (1985). “A Historical Decomposition of the Great Depression to Determine the Role of Money”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 16, núm. 1, pp. 45-54.
- Carroll, C. D.; Fuhrer, J. C.; Wilcox, D. W. (1994). “Does Consumer Sentiment Forecast Household Spending? If So, Why?”, *The American Economic Review*, vol. 84(5):1397-1408.
- De Boef, S.; Kellstedt, P. M. (2004). “The Political (and Economic) Origins of Consumer Confidence”, *American Journal of Political Science*, vol. 48, núm. 4, pp. 633-649.
- Julio, J. M.; Grajalas, A. (2011). “¿Qué nos dicen los índices de confianza?”, *Borradores de Economía*, núm. 659, Banco de la República.

- Lahiri, K.; Zhao, Y. (2016). "Determinants of Consumer Sentiment over the Business Cycle: Evidence from the U.S Surveys of Consumers", *Journal of Business Cycle Research*, vol. 14, núm. 2, pp. 187-215.
- Ludvigson, S. C. (2004). "Consumer Confidence and Consumer Spending", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, núm. 2, pp. 29-50.
- Mueller, E. (1966). "The Impact of Unemployment on Consumer Confidence", *The Public Opinion Quarterly*, vol. 30, núm. 1, pp. 19-32.
- Özerkek, Y.; Çelik, S. (2010). "The Link between Government Spending, Consumer Confidence and Consumption Expenditures in Emerging Market Countries", *Panoeconomicus*, vol. 4, pp. 471-485.
- Ramalho, E. A.; Caleiro, A.; Dionfsio, A. (2011). "Explaining Consumer Confidence in Portugal", *Journal of Economic Psychology*, vol. 32, núm. 1, pp. 25-32.
- Souleles, N. S. (2004). "Expectations, Heterogeneous Forecast Errors, and Consumption: Micro Evidence from the Michigan Consumer Sentiment Survey", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 36, núm. 1, pp. 39-72.
- Throop, A. W. (1992). "Consumer Sentiment: Its Causes and Effects", *Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco*, pp. 35-59.

03

Desarrollos recientes de la inflación

La inflación anual al consumidor se acercó a la meta y se estabilizó en torno a 3,2% durante el segundo trimestre, un nivel algo superior a lo esperado.

Algo similar se observó en el promedio de los indicadores de inflación básica, cuyo nivel no presentó cambios importantes entre abril y junio.

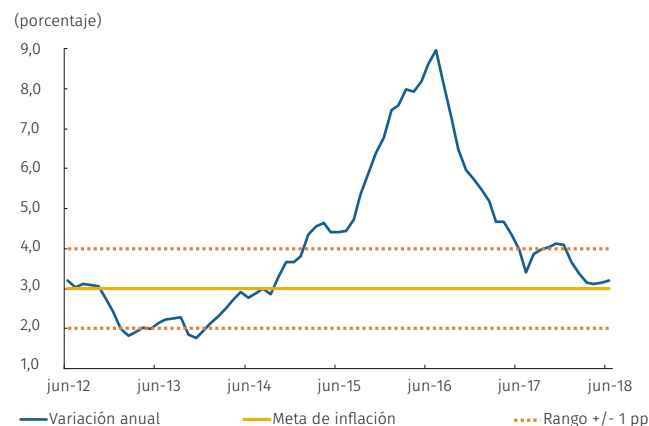
El descenso y estabilización de la inflación anual al consumidor en lo corrido del año refleja la ausencia de presiones provenientes de la demanda y del tipo de cambio.

Como se esperaba, los alimentos ejercieron presiones alcistas sobre la inflación durante el segundo trimestre, las cuales fueron en gran parte compensadas por descensos en otras canastas.

A lo largo del primer semestre de 2018 la inflación anual al consumidor presentó dos comportamientos. Durante la primera parte la inflación anual registró una caída importante, al pasar de 4,09% en diciembre del año pasado a 3,14% en marzo, siendo este el menor nivel observado desde septiembre de 2014. Luego, en el segundo trimestre la inflación anual no presentó cambios importantes, al terminar en un nivel de 3,20% en junio (Gráfico 3.1 y Cuadro 3.1), cifra algo superior a la esperada un trimestre atrás.

Desde enero pasado la inflación anual se ha situado dentro del rango de 2% a 4% y su nivel ha superado solo un poco la meta del 3,0% establecida por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). Hacia futuro, esta proximidad de la inflación anual a la meta de largo plazo debe contribuir a mantener ancladas las expectativas en la meta y a reducir la inercia inflacionaria, todo lo cual facilita la conducción de la política monetaria.

Gráfico 3.1
Índice de precios al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Como se mencionó en el anterior informe, la caída de la inflación anual durante los tres primeros meses de 2018 estuvo asociada con la desaparición de las presiones alcistas sobre el IPC que ejercieron los mayores impuestos indirectos decretados por la más reciente reforma tributaria a comienzos de 2017. Asimismo, en lo corrido del año las pocas presiones a la depreciación del tipo de cambio favorecieron la estabilidad de la inflación en niveles cercanos a la meta, sobre todo al permitir que la variación anual del IPC transable se mantuviera en niveles bajos durante el segundo trimestre. La depreciación del peso entre abril y junio puede haber repercutido en algunas alzas de alimentos y regulados, como se señala más adelante, pero estas han sido más bien limitadas.

Cuadro 3.1
Indicadores de inflación al consumidor
(a junio de 2018)

Descripción	Ponderación	Jun-17	Sep-17	Dic-17	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18
Total	100,00	3,99	3,97	4,09	3,14	3,13	3,16	3,20
Sin alimentos	71,79	5,12	4,71	5,01	4,05	3,80	3,85	3,81
Transables	26,00	4,41	3,41	3,79	1,80	1,51	1,58	1,83
No transables	30,52	5,21	5,21	5,49	4,76	4,59	4,57	4,27
Regulados	15,26	6,01	5,68	5,86	6,01	5,65	5,79	5,82
Alimentos	28,21	1,37	2,22	1,92	0,98	1,52	1,50	1,74
Perecederos	3,88	-14,72	-0,32	5,84	7,13	8,98	7,75	8,47
Procesados	16,26	3,29	0,84	-0,91	-2,01	-1,59	-1,15	-0,91
Comidas fuera del hogar	8,07	7,62	6,01	5,21	3,32	3,40	3,12	3,13
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		5,12	4,71	5,01	4,05	3,80	3,85	3,81
Núcleo 20		5,31	4,87	4,87	4,04	3,72	3,79	3,58
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		5,07	4,31	4,02	2,99	2,77	2,80	2,71
Inflación sin alimentos ni regulados		4,87	4,44	4,76	3,49	3,27	3,29	3,23
Promedio de todos los indicadores		5,09	4,58	4,66	3,64	3,39	3,43	3,33

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

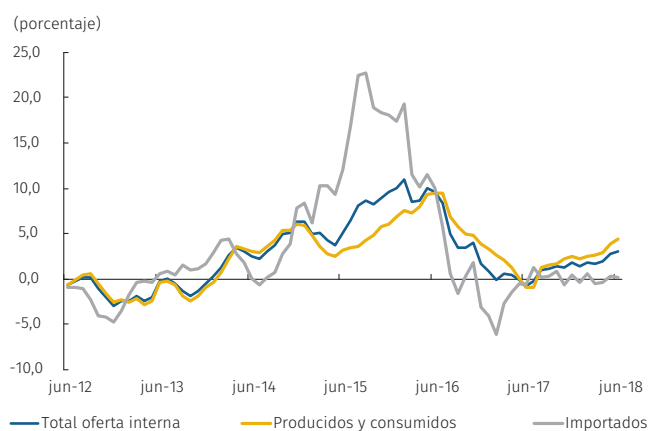
Adicionalmente, en los últimos meses ha persistido una demanda débil y un crecimiento inferior a su potencial, lo cual ha moderado las alzas en una gama amplia de precios, incluido el segmento no transable de la canasta familiar. De igual manera, los regulados ejercieron algunas presiones bajistas en el segundo trimestre, aunque menores que las previstas y que podrían revertirse en los próximos meses, como se señala en el capítulo 4 de este *Informe*.

En los últimos meses, tan solo los alimentos ejercieron presiones alcistas sobre la inflación anual al consumidor. Dicho efecto tiene que ver más con una base estadística de comparación muy baja en igual período del año anterior que con restricciones en la oferta agropecuaria. De hecho, el indicador de abastecimiento de alimentos se situó en niveles altos durante el segundo trimestre, favorecido por un buen régimen de lluvias.

Los costos no laborales podrían haber ejercido algunas presiones al alza sobre la inflación al consumidor durante los últimos meses, sobre todo por el aumento de los precios internacionales de los combustibles. Sin embargo, estas fueron limitadas, según se desprende del comportamiento del índice de precios al productor (IPP) de oferta interna (IPP importado más IPP de producidos y consumidos internamente). Durante los tres primeros meses de este año, dicho indicador presentó una gran estabilidad y durante el segundo trimestre se observaron alzas, pero moderadas: su variación anual aumentó de 1,65% en marzo a 3,08% en junio (Gráfico 3.2). El avance de la inflación anual al productor en el segundo trimestre se explica tanto por el mayor ajuste en el componente local (de 2,60% en marzo a 4,37% en junio) como en el importado (de -0,56% a 0,11%).

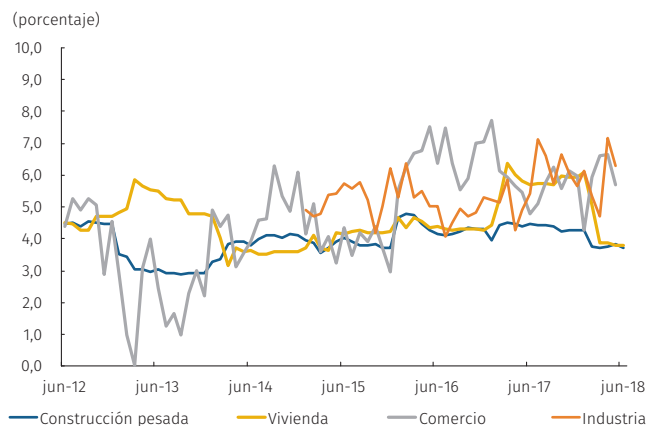
Con respecto a los costos laborales, a pesar de que varios indicadores de salarios continuaron estables o tendieron a caer en los últimos meses, algunos siguieron mostrando ajustes superiores a la meta de inflación. Con información a junio, los salarios de la construcción de vivienda (3,8%) y la pesada (3,7%) no presentaron cambios de importancia en los últimos cuatro meses. Con cifras a mayo, los salarios de comercio se contrajeron (de 6,6% en marzo a 5,7% en mayo), mientras que los de la industria aumentaron para igual período (de 4,7% a 6,3%). Para el resto del año, no se esperan presiones alcistas adicionales sobre los salarios, dada la holgura actual con la que viene operando el mercado laboral (Gráfico 3.3).

Gráfico 3.2
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

Gráfico 3.3
Salarios nominales
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

3.1 La inflación básica

La inflación básica continuó cayendo durante el segundo trimestre, aunque en una magnitud menor a la observada durante los tres primeros meses de este año. En efecto, el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica, monitoreados regularmente por el Banco de la República, descendió en junio (3,33%) frente a marzo (3,64%) y diciembre (4,66%). El dato de junio es el más bajo desde enero de 2015 y se situó cerca de la meta de inflación de largo plazo (3,0%) (Cuadro 3.1).

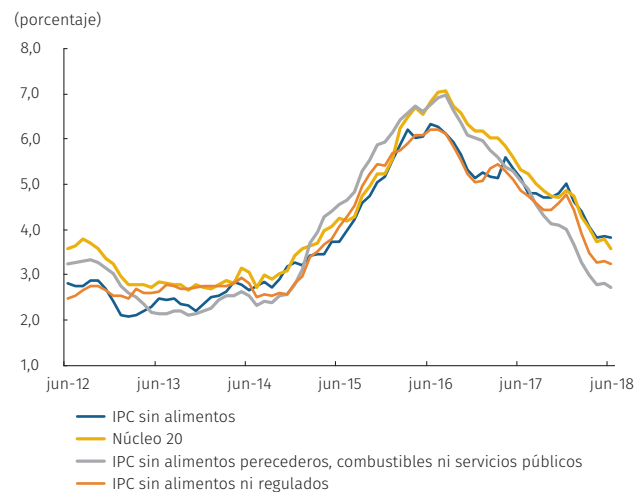
Al analizar los diversos indicadores de inflación básica, se encuentra que a junio todos cayeron con respecto al nivel observado tres meses atrás. Asimismo, a partir de abril todos ellos se situaron dentro del rango de 2% a 4% (Gráfico 3.4). Específicamente, el IPC sin alimentos (3,81%) se redujo 24 puntos base (pb) con respecto al dato de marzo, aunque al cierre del segundo trimestre se mantuvo con el mayor nivel de los cuatro indicadores. Por su parte, el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos retrocedió entre marzo (2,99%) y junio (2,71%), siendo el único indicador que se situó por debajo de la meta de largo plazo en estos meses. El núcleo 20 fue el indicador que más cayó entre marzo (4,04%) y junio (3,58%), mientras que el IPC sin alimentos ni regulados pasó de 3,49% en marzo a 3,23% en junio.

La caída del IPC sin alimentos durante el primer semestre del año ha sido liderada por el componente transable y no transable. Más recientemente, entre abril y junio, su descenso se explica por el componente no transable y por los regulados.

Después de caer en el primer trimestre, la variación anual de transables sin alimentos ni regulados se mantuvo estable en niveles por debajo del 3,0% durante el segundo trimestre. Como se explicó en el informe anterior, el descenso importante de comienzos de año obedeció a la desaparición del efecto alcista generada por el cobro de un mayor IVA decretado en la reforma tributaria más reciente, a lo que se sumaron una demanda débil y la apreciación del peso en esos meses, sobre todo en la segunda mitad de 2017. Así, esta variable pasó de 3,79% en diciembre a 1,51% en abril, para luego subir ligeramente a junio (1,83%) (Cuadro 3.1, Gráfico 3.5).

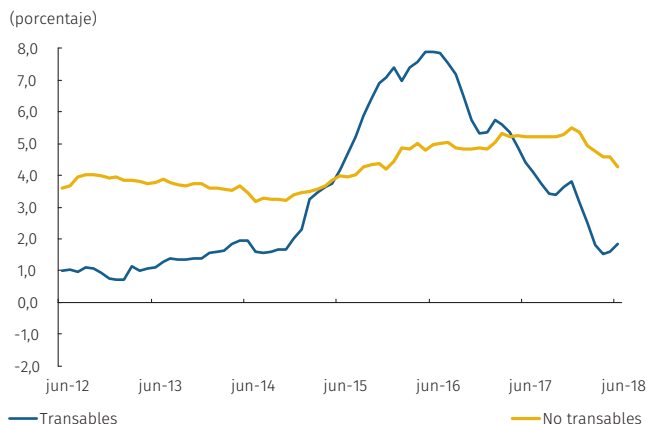
El ajuste alcista de los transables en los dos últimos meses se concentró en pocos rubros, como pasajes aéreos y servicios de telefonía. Es posible que en estos aumentos haya incidido la depreciación moderada del peso que se observó en abril y mayo. Sin embargo, otros factores podrían haber desempeñado un papel igual de relevante. Tal es el caso del aumento de los precios internacionales de varias materias primas y, en especial, del petróleo y sus derivados. Asimismo, es posible que los efectos del

Gráfico 3.4
Indicadores de inflación básica



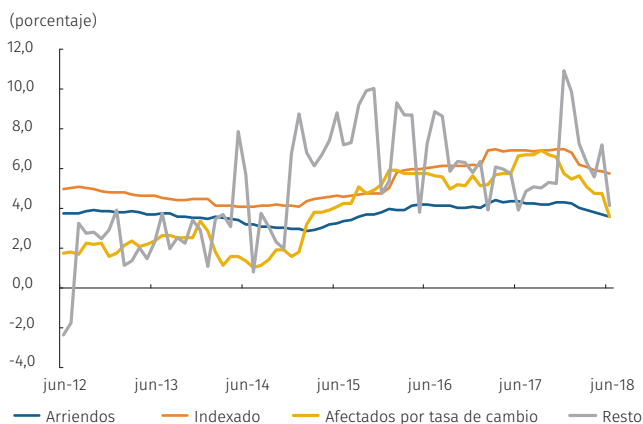
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.5
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.6
IPC de no transables, sin alimentos ni regulados (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

paro en los de servicios de transporte aéreo de pasajeros, registrado a finales del año pasado, hayan permanecido durante este año.

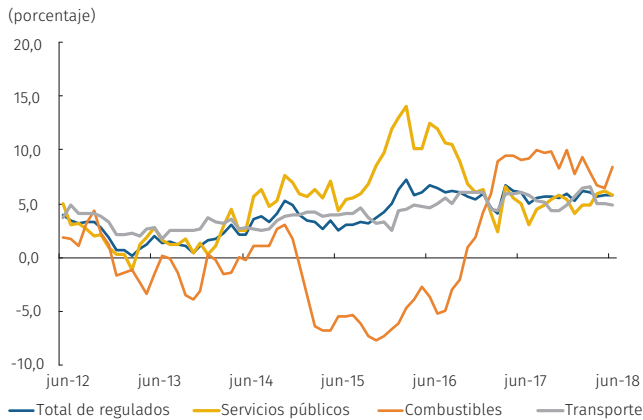
Por su parte, la variación anual del IPC no transable sin alimentos ni regulados, que en buena parte de 2017 se mantuvo por encima del 5,0%, ha descendido gradualmente en lo corrido del 2018, incluido el segundo trimestre (Cuadro 3.1, Gráfico 3.5). Así, de 5,49% en diciembre de 2017 pasó a 4,76% en marzo y 4,27% en junio. La tendencia descendente ha sido generalizada en los diferentes rubros y subcanastas que hacen parte de este grupo. Es el caso de los indexados (compuesto en especial por servicios de educación y salud), cuya variación cayó de 6,96% en diciembre a 6,10% en marzo y 5,76% en junio. Pese al descenso, sus niveles siguen siendo altos en relación con la meta, lo que sugiere la persistencia de la indexación a tasas significativamente superiores al 3,0% y, en últimas, la existencia aún de una importante inercia inflacionaria (Gráfico 3.6).

Dentro de los no transables, el IPC de arriendos también mantuvo ajustes anuales a la baja durante el segundo trimestre, aunque más moderados que los observados durante comienzos de este año, pasando de 4,28% en diciembre a 3,91% en marzo, para cerrar el primer semestre en 3,61%. Este comportamiento se presenta en momentos en que existe una oferta abundante de bienes inmuebles para arrendar, sobre todo en estratos altos, lo que tiende a repercutir en el ritmo de ajustes de los arriendos.

En este y los demás rubros no transables, los aumentos limitados en precios también pueden atribuirse a la debilidad de la demanda interna, así como a la desaparición, en los primeros meses del año, de la presión alcista de los impuestos indirectos, que en todo caso fue menor que la observada en el segmento de transables del IPC. También, a comienzos de año se revirtió el significativo incremento en los precios de las boletas de fútbol por la final de 2018, cuya alza contribuyó a que la inflación anual superara el techo del rango de 2% a 4% (véase Recuadro 2, p.57).

La influencia del IPC de regulados en el comportamiento de la inflación en lo corrido del año ha sido menos clara que la de las canastas anteriores, porque en este período su variación anual ha estado marcada por una alta volatilidad (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.7). Es así como de 5,86% en diciembre aumentó a 6,01% en marzo y luego disminuyó a 5,82% en junio. De todas maneras, los ajustes siguen siendo altos, lo que ha impedido un descenso más marcado de la inflación anual al consumidor.

Gráfico 3.7
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Al analizar los principales componentes de regulados no se observó una tendencia clara en ninguno de ellos durante la primera mitad de 2018 (Gráfico 3.7). Así sucedió con el segmento del transporte, cuyo ajuste anual avanzó de 4,92% en diciembre a 6,63% en marzo, para luego descender a 4,93% en junio. Cabe señalar que en este subgrupo está aún por darse plenamente un ajuste alcista en el servicio de taxi, mientras se resuelve la implementación de la nueva plataforma tecnológica de cobro. Igual sucedió en servicios públicos (5,39% en diciembre, 4,88% en marzo y 5,73% en junio) y en combustibles (9,94%, 7,86% y 8,47% en las mismas fechas).

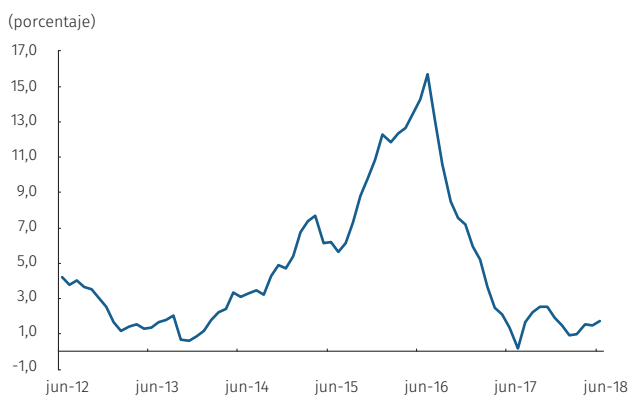
Hacia los próximos meses, como se menciona en el capítulo 4, según anuncios de la Alcaldía, también se espera un alza en las tarifas de aseo en Bogotá,

lo cual puede impactar el IPC. Además, aún persisten presiones alcistas sobre las tarifas de acueducto, debido a las mayores inversiones para ampliar la cobertura geográfica de estos servicios en todo el país. Algo similar acontece en el caso de las tarifas de energía eléctrica por cuenta del nuevo marco regulatorio para este servicio, el cual implica ajustes en el cargo por distribución, algunos de los cuales ya habrían empezado a efectuarse.

De todas maneras, el factor que mayor incidencia puede tener en la inflación al consumidor (tanto directa como indirectamente) es lo sucedido con el precio interno de los combustibles. A comienzos de año la variación anual de este rubro disminuyó gracias a la desaparición del choque alcista del impuesto verde al carbono (de 135 pesos por galón de gasolina) implementado en la reforma tributaria de comienzos de 2017. Sin embargo, a partir de mayo se observaron aumentos en este indicador (entre mayo 6,49% y junio 8,47%) como resultado del incremento del precio internacional del petróleo y de un ajuste al alza,

aunque leve, del precio de dólar desde abril. Hacia adelante, la incertidumbre sobre la evolución del precio interno de los combustibles es alta, como se discute en el capítulo 4 de este *Informe*.

Gráfico 3.8
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

3.2 Inflación de alimentos

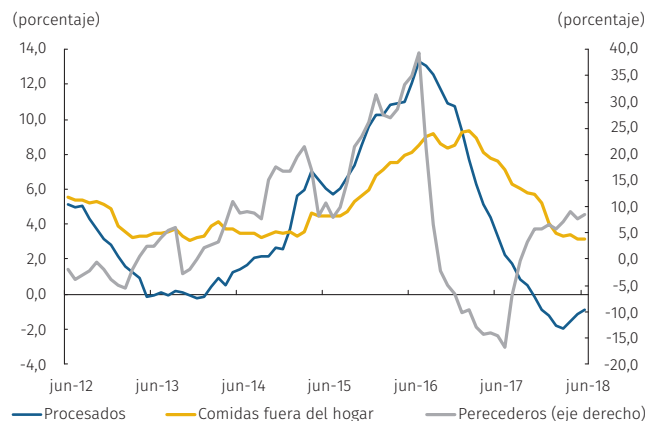
La inflación anual de alimentos cayó entre diciembre (1,92%) y marzo (0,98%), para luego aumentar durante el segundo trimestre del año y cerrar junio en 1,74% (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.8). El ascenso de la inflación anual de alimentos había sido anticipado en informes anteriores, aunque el nivel observado a junio resultó algo mayor que el proyectado.

Una vez superada la presión alcista del pasado fenómeno de El Niño, que llevó a que el ajuste anual en los alimentos alcanzara su techo reciente a mediados de 2016 (15,71%), el comportamiento de la oferta de alimentos ha mostrado un desempeño bastante favorable, incluyendo los dos primeros trimestres de 2018. Tanto un régimen climático favorable como políticas de orden institucional han permitido la ampliación del área sembrada y un buen comportamiento de la oferta.

A pesar de lo anterior, en el segundo trimestre el IPC de alimentos perecederos tendió a aumentar (de 7,13% en marzo a 8,47% en junio). Este hecho se explica, en la mayoría de casos, por una base de comparación estadística muy baja en la primera mitad de 2017. En algunos productos, como frutas, su ajuste anual se ha incrementado y esto puede ser el efecto de muy bajos precios en trimestres anteriores que desestimularon la oferta en estos casos, lo cual haría parte del ciclo normal de su producción. Sin embargo, para el grueso de productos no hay indicios de problemas de oferta, como lo sugieren los altos niveles de los indicadores de abastecimiento de alimentos en las centrales de abasto en los últimos tres meses.

La variación anual de alimentos procesados también aumentó en el segundo trimestre, luego de descender en el primero (Gráfico 3.9). En los últimos meses esta subcanasta estaría siendo afectada por el alza en los precios internacionales de algunos alimentos importados, a lo que se sumó la depreciación del peso entre abril y junio. Finalmente, las comidas fuera del hogar ejercieron una presión bajista sobre la inflación de alimentos en lo corrido del año, al caer de 5,21% en diciembre a 3,32% en marzo y a 3,13% en junio. Es posible que estos precios estén incorporando, en alguna magnitud, la menor inercia inflacionaria y una demanda débil.

Gráfico 3.9
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Recuadro 2 El fútbol en la inflación

Edgar Caicedo García
Andrea Salazar Díaz*

La final del fútbol colombiano del torneo finalización en diciembre del año pasado¹ generó un incremento inesperado en el índice de precios al consumidor (IPC) del rubro servicios relacionados con la diversión, el cual incluye boletas de fútbol, entre otros ítems². En este corto análisis aproximaremos cuál fue el impacto inflacionario del fútbol. Por último, se discutirá la medición del fútbol en el IPC, aprovechando que el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) tiene programado implementar una nueva metodología del IPC a partir del próximo año.

El año 2017 cerró con una inflación anual al consumidor de 4,09%, un nivel que estuvo por encima de la meta de largo plazo del 3,0%, establecida por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). Varios factores ejercieron presiones alcistas sobre la inflación el año pasado; entre los más destacados se encuentran el aumento de los impuestos indirectos (IVA e impuesto al carbono) por la implementación de la más reciente reforma tributaria y un repunte de la inflación anual de alimentos, la cual se originó más por una base de comparación estadística desfavorable que por una oferta de alimentos limitada. Asimismo, a finales de 2017 el paro aéreo y algunos incrementos de tarifas de bienes y servicios regulados (combustibles y transporte) contribuyeron a incrementar la inflación. Por último, ya cerrando el año, el fútbol fue el protagonista, al generar presiones alcistas sobre el IPC.

Las anteriores presiones inflacionarias llevaron a que no se cumplieran las expectativas sobre el dato de inflación anual que algunos trimestres atrás tenía el mercado. Los analistas proyectaban una cifra para 2017 por debajo de 4,0%. Final-

mente, la inflación anual en 2017 terminó en 4,09%, por encima de la meta de inflación de largo plazo (3,0%).

Sin entrar a analizar cuáles de los factores señalados contribuyeron más al incumplimiento del objetivo inflacionario, en este recuadro tan solo queremos señalar cómo el impulso del IPC de servicios relacionados con la diversión (que incluye fútbol) de finales del año pasado derivó en un aumento de la inflación por encima del 4,0%.

La final del fútbol profesional colombiano que correspondió al torneo finalización del año 2017, jugada a mediados de diciembre, enfrentó a los dos equipos con las hinchadas más importantes de la capital, lo cual implicó un aumento mensual en el IPC de servicios relacionados con la diversión (rubro que contiene al fútbol) de 18,13%, siendo este ajuste ampliamente superior al observado un año atrás (1,34%). El incremento en el precio de la boletaría para definir el campeón del torneo finalización de 2017 derivó en un cambio anual para dicho rubro de 23,4%, muy superior al observado doce meses atrás (6,86%), cuando la final del fútbol colombiano fue entre un equipo de la capital y el de Ibagué³ (Cuadro R2.1).

1. ¿Cuál fue el impacto inflacionario de la final del fútbol colombiano en el año 2017?

Para responder esta pregunta, hay que suponer que el incremento mensual observado en diciembre de 2017 de 18,13% del gasto básico “servicios relacionados con la diversión” fue explicado en su totalidad por el fútbol. La evidencia estadística señala que en los meses con finales de fútbol se genera gran volatilidad en el IPC del rubro servicios relacionados con diversión, el cual incluye fútbol. También, es importante resaltar que los mayores ajustes mensuales en el IPC de servicios relacionados con la diversión se han presentado cuando se enfrentan en la final del fútbol los equipos de las grandes ciudades (Cuadro R2.1, columna 3).

Existen tres maneras de aproximar el impacto alcista del fútbol en la inflación anual al consumidor. La primera es calcular una inflación total sin fútbol. La segunda es computar la contribución del fútbol a la inflación anual. La tercera es calcular la inflación anual de 2017 con un alza en los precios de las boletas de la final del rentado nacional más estándar. Veamos el resultado de cada una de estas estimaciones⁴.

* Los autores son, en su orden, profesional líder y estudiante en práctica del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República de Colombia. Las opiniones y resultados presentados en este *recuadro* no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Desde 2002 el campeonato de fútbol colombiano se dividió en torneo apertura y finalización. El torneo apertura se disputa durante el primer semestre, mientras que el torneo finalización se juega en la segunda mitad de cada año calendario.

2 Al respecto véase, DANE (2017). “Metodología general del “Índice de precios al consumidor (IPC)””; disponible en: www.dane.gov.co/files/investigaciones/fichas/precios-y-costos/DSO-IPC-MET-001-V5.pdf, p. 21.

3 Bogotá es la ciudad con más peso en el IPC (42,47%), por lo cual una final de fútbol entre los equipos de la capital implica un ajuste importante en el IPC total.

4 Por cuestiones de espacio no se presentan las fórmulas para calcular las tres estimaciones del impacto inflacionario del fútbol, para lo cual los remitimos al numeral 2.2.3, titulado: “Metodología de cálculo del IPC” (pp. 31-37), de la *Metodología del índice de precios al consumidor*, DANE (2009).

Cuadro R2.1
Torneo finalización del fútbol profesional colombiano e inflación

Fecha	Final	Variación mensual de servicios relacionados con la diversión en la final del torneo finalización	Inflación anual (1)	Inflación sin servicios relacionados con la diversión (2)	Rango de inflación y meta		Dif. (1 - 2)
2001	América de Cali vs. Independiente Medellín	0,87	7,65	7,64	8,00	8,00	0,01
2002	Independiente Medellín vs. Deportivo Pasto	0,78	6,99	6,97	6,00	6,00	0,02
2003	Deportes Tolima vs. Deportivo Cali	0,10	6,49	6,47	5,00-6,00	5,50	0,02
2004	Junior vs. Atlético Nacional	1,69	5,50	5,46	5,00-6,00	5,50	0,04
2005	Deportivo Cali vs. Real Cartagena	1,30	4,86	4,83	4,50-5,50	5,00	0,03
2006	Cúcuta Deportivo vs. Deportes Tolima	0,51	4,48	4,54	4,00-5,00	4,50	-0,06
2007	Atlético Nacional vs. La Equidad	0,39	5,69	5,67	3,50-4,50	4,00	0,02
2008	América de Cali vs. Independiente Medellín	1,33	7,67	7,76	3,50-4,50	4,00	-0,09
2009	Independiente Medellín vs. Atlético Huila	1,40	2,00	1,99	4,50-5,50	5,00	0,01
2010	Once Caldas vs. Deportes Tolima	6,15	3,17	3,12	2,00-4,00	3,00	0,05
2011	Junior vs. Once Caldas	6,74	3,73	3,70	2,00-4,00	3,00	0,03
2012	Millonarios vs. Independiente Medellín	10,03	2,44	2,36	2,00-4,00	3,00	0,08
2013	Atlético Nacional vs. Deportivo Cali	4,28	1,94	1,92	2,00-4,00	3,00	0,02
2014	Santa Fe vs. Independiente Medellín	20,38	3,66	3,59	2,00-4,00	3,00	0,07
2015	Atlético Nacional vs. Junior	3,22	6,77	6,79	2,00-4,00	3,00	-0,02
2016	Santa Fe vs. Deportes Tolima	1,34	5,75	5,74	2,00-4,00	3,00	0,01
2017	Millonarios vs. Santa Fe	18,13	4,09	3,98	2,00-4,00	3,00	0,11

Fuentes: DANE y Banco de la República.

La inflación total sin fútbol. Esta se obtiene restándole al IPC total el IPC de los servicios relacionados con la diversión (fútbol). Con el nuevo índice resultante se puede calcular la inflación anual total sin fútbol. Como se observa en la columna 5 del Cuadro 1, la inflación anual sin fútbol en 2017 habría sido de 3,98%; es decir, 11 puntos básicos (pb) inferior a la inflación oficial del DANE (4,09%). Así, la clasificación de los dos equipos de la capital a la final del fútbol a finales del año pasado hizo que la inflación anual total pasara de 3,98% a 4,09%.

La contribución del fútbol a la inflación. Este cálculo se obtiene de multiplicar tres componentes: el cambio anual en diciembre de 2017 del IPC de los servicios relacionados con la diversión (fútbol), la ponderación del fútbol en el IPC y

la participación del IPC del fútbol en el IPC total doce meses atrás. De esta manera, la contribución del fútbol a la inflación anual al consumidor en 2017 fue de 13 pb. En consecuencia, debido al fútbol, la inflación el año pasado no terminó en 3,96% sino en 4,09%.

Una inflación en 2017 con una final de fútbol diferente. Un cálculo alternativo es suponer que el rubro diversión, cultura y esparcimiento (que incluye fútbol) registró en diciembre de 2017 un ajuste igual al observado en diciembre de 2016 (6,86%) y no el efectivamente observado (23,4%). En otras palabras, en diciembre de 2017 se supone una final menos inflacionaria, sin uno de los dos equipos de la capital, sino, por ejemplo, aquella disputada entre Santa Fe y Tolima en diciembre de 2016. El resultado muestra que la

inflación al consumidor no habría terminado en 4,09%, sino exactamente en 4,00%.

La conclusión derivada de estas estimaciones es que, en parte por la manera como se capturan los precios de las boletas de fútbol en el IPC, el año pasado la inflación anual al consumidor terminó por encima de 4,0%. Como lo ha recalcado el Banco de la República, cualquier desviación de la inflación con respecto a su meta puede tener costos macroeconómicos. Por ejemplo, el costo en términos de control de la inflación por la pérdida de credibilidad del banco central, cuya misión funcional es mantener el poder adquisitivo de la moneda local. El aumento de la inflación también deteriora las expectativas de inflación y genera una indexación mayor, porque directa o indirectamente muchos ítems de la economía se ajustan con la inflación pasada, tal como lo hacen los salarios, servicios públicos, arriendos de inmuebles, tarifas de servicios de transporte, servicios educacionales, impuestos, contratos comerciales, entre otros. La inercia inflacionaria también se acentúa y hace que este fenómeno sea más persistente.

2. Algunas consideraciones metodológicas para el cálculo del fútbol en el IPC

Como se señaló, el IPC de servicios relacionado con la diversión (afectado por el fútbol) es muy estacional a mediados y finales de año, cuando se juegan las finales del campeonato de fútbol colombiano. Dicho efecto puede ser menor o muy marcado, dependiendo de los equipos que lleguen a la final. En particular, el precio de las boletas de fútbol le introduce un sesgo al alza (de al menos 7,0 pb) a la inflación al consumidor cuando a las finales llegan los equipos de las principales ciudades, como se verifica en 2012 (Millonarios-Medellín), 2014 (Santa Fe-Medellín) y 2017 (Millonarios-Santa Fe).

Para reducir dicho sesgo y sus efectos, el fútbol debería tener el tratamiento de los bienes y servicios que cambian de calidad. Toda final, en cualquier deporte, es un producto diferenciado, con mayor valor intrínseco, para lo cual la recomendación del FMI (2006) es muy clara: “[...] es importante asegurarse de que en el proceso no cambie de calidad los bienes y servicios cuyos precios se recopilan [...]”⁵. Estas recomendaciones van dirigidas a que los institutos de estadísticas de los países tomen precios de productos idénticos y eludan productos heterogéneos; en este sentido, una final de fútbol es un producto diferenciado con un salto de calidad significativo. Por último, el manual del IPC del FMI explica varias técnicas que corrigen los saltos en precios por aumentos en calidad⁶, una de las cuales se debería considerar para que un evento imprevisto como el fútbol no tenga la incidencia inflacionaria descrita en este recuadro.

5 Al respecto, véase Fondo Monetario Internacional (2006). *Manual del índice de precios al consumidor, teoría y práctica*, pp. 31-35.

6 Al respecto véase el capítulo 7, *ibidem*.

Recuadro 3 IPC de pensiones y matrículas para ingresos altos: sesgos y un cálculo alternativo

Carlos A. Huertas
Isleny J. Carranza*

En febrero de 2018 la variación anual del IPC de pensiones y de matrículas fueron, en su orden, del 8,4% y 7,4%, cifras mayores que la inflación anual del mismo mes (3,4%) y que el aumento promedio de los salarios de la economía¹. Explicar este incremento tan alto resulta difícil, más aún en ausencia de presiones inflacionarias, como bien se desprende de la holgura del mercado laboral y del exceso de capacidad instalada de la economía a lo largo de 2017 y lo corrido de 2018. También, porque según el DANE, cerca del 44% de la muestra son instituciones educativas públicas, en las cuales este servicio es gratuito. Por tanto, si el aumento de las pensiones en los establecimientos públicos fue nulo (o muy bajo), el incremento promedio de este rubro en las privadas podría haber alcanzado los dos dígitos.

El aumento anual del IPC de pensiones tampoco es coherente con la regulación que limita los ajustes en los precios de la educación privada. En efecto, para 2018 el Ministerio de Educación Nacional fijó en 4% el incremento base que pueden aplicar los establecimientos privados que ofrecen educación preescolar, básica y media. Aquellos con mejores resultados en calidad pueden realizar aumentos adicionales, pero el incremento total no puede exceder el 7,8% (para 2017 el incremento base y el máximo fueron del orden del 6,77% y 8,97%, respectivamente). La excepción a este máximo puede darse únicamente en el primer curso que ofrece una entidad clasificada como de

libertad regulada o vigilada², grado para el cual la institución puede fijar el precio de forma libre. A este ajuste de la pensión para ese primer curso se le denominará “costo de entrada”, ya que la institución puede aumentar el valor de la pensión o matrícula muy por encima de lo permitido para los otros niveles³. Debido a lo anterior, es factible encontrar que, en un colegio clasificado en este grupo, se registren grandes diferencias entre el costo de las pensiones de los estudiantes que se llevan de diferencia un año escolar.

Por lo anterior, en este *recuadro* se argumentará que una fuente posible de sesgo en el cálculo del IPC de pensiones son los aumentos en los costos de entrada, debido a que la metodología del DANE permite que los ajustes en los costos de entrada de varios años atrás participen en el cálculo vigente del IPC de pensiones. Como este sesgo estaría presente en los colegios con elevadas calificaciones y más costosos, en el recuadro sólo se hará referencia al cálculo del IPC de pensiones de nivel de ingresos altos, metodología que se describe en el punto 1. En la siguiente sección se explica el origen del sesgo de medición y se propone un método alternativo que podría reducirlo. Adicionalmente, se comparan las dos metodologías con una muestra que contiene el valor de las pensiones y las matrículas de los hijos de los empleados del Banco de la República de Bogotá. Es importante aclarar que, por ser una muestra pequeña y no representativa, en este trabajo no se pretende medir el tamaño del sesgo en el cálculo del IPC asociado al costo de entrada; simplemente se quiere identificarlo. En la última sección se concluye.

1. Metodología de cálculo del IPC de pensiones, nivel de ingresos altos

Para calcular este índice⁴ el DANE tiene en cuenta cuatro grupos: 1) preescolar, 2) primaria, 3) secundaria básica y 4) secundaria media. Luego, para cada uno ($j = 1, \dots, 4$) encuesta a una muestra amplia de instituciones educativas, en la cual preguntan el valor de la pensión de un curso, para luego compararlo con el valor de la pensión que se pagó por el mismo curso el año inmediatamente anterior (P_t^j / P_{t-1}^j)⁵. En el paso siguiente, calcula el promedio geométrico de estas variaciones anuales para cada grupo ($\bar{\pi}_t^j$)⁶ y, finalmente, realiza un promedio aritmético ponderado de las medias

* Los autores son, en su orden, director del Departamento de Programación e Inflación y profesional de la Sección de Estadística. Las opiniones y resultados presentados en este *recuadro* no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 En ese mes el salario mínimo aumentó 5,9%, el de la industria 5,3%, el del comercio 6% y el de la vivienda 5,1%.

2 Según lo decretado por el artículo 202 de la Ley 115 de 1994, los colegios podrán ser clasificados en los regímenes de libertad regulada, libertad vigilada y régimen controlado, según los puntajes obtenidos en las evaluaciones de calidad. También, véase la Resolución 18066 de 2017 del Ministerio de Educación.

3 Lo hará, por ejemplo, con el objeto de financiar inversiones, aumentar utilidades, mejorar la calidad, etc.

4 El cálculo del IPC de matrículas es similar.

5 Por ejemplo, valor de la pensión del grado sexto en febrero de 2018 frente al valor del mismo grado en febrero de 2017.

6 En este documento no se cuenta con estas ponderaciones, ya que son flexibles y el DANE no las publica.

geométricas de todos los grupos ($\bar{\pi}_i$)⁷; esta última variación es la que utiliza el DANE para indexar el índice de pensiones⁸.

La razón para calcular el incremento anual de la pensión para un mismo curso, es evitar cambios en la calidad del servicio. Esto porque el IPC debe medir el incremento en el gasto del consumidor para mantener el mismo nivel de utilidad y, por tanto, cambios en la calidad pueden implicar una utilidad mayor. No obstante, como se explicará, esta variación podría estar sobrestimando el aumento en las pensiones, ya que, para un colegio con libertad regulada o vigilada, permite que los aumentos en los costos de entrada de varios años atrás participen en el cálculo del IPC de las pensiones vigentes.

2. Variación promedio anual de las pensiones en un colegio con “libertad regulada o vigilada”

Para denotar el nivel de precios de cada pensión para un año vigente (t) se supondrá un colegio tipo, con libertad regulada que ofrece doce cursos: kínder ($i=0$), primero ($i=1$), ..., décimo ($i=10$), undécimo ($i=11$). En los cursos distintos a kínder, el colegio ajustará anualmente la pensión hasta un porcentaje máximo (δ_i) establecido por el Ministerio de Educación. En estos casos, cuando un estudiante pasa de un curso ($i-1$), al siguiente (i), la nueva pensión (P_t^i) será el valor de la anterior (P_{t-1}^{i-1}) ajustada por dos tasas de aumento: cambios de costos (π_i) y cambios en la calidad del servicio (a^i), donde $(1+\pi_i)(1+a^i) \leq \delta_i$. Como se deduce de la notación, se supondrá que el ajuste de la pensión por los cambios de calidad (a^i) no varía con el tiempo.

La excepción a lo anterior es kínder, en donde el colegio puede establecer el nivel de la pensión (P_t^0) de forma libre y aumentar su valor anualmente en un porcentaje más allá de lo permitido en los otros cursos. Por consiguiente, la variación de la pensión entre P_t^0 y P_{t-1}^0 será $(1+\pi_t)(1+e_t^0)$ donde e_t^0 es el aumento por “costo de entrada” al colegio en el año t . Como e_t^0 lo fija libremente la institución y hay padres de familia que lo aceptan, puede darse el caso de que $(1+\pi_t) \times (1+e_t^0) \geq \delta_t$. La fórmula general será la siguiente:

$$P_t^i = \begin{cases} P_{t-1}^0 \times (1+\pi_t) \times (1+e_t^0), & i=0 \\ P_{t-1}^{i-1} \times (1+\pi_t) \times (1+a^i), & i=1,2,\dots,11 \end{cases} \quad (1)$$

Donde P_t^i = valor de la pensión del curso i en el año t , ($i=1,2,\dots,11$), π_t = aumento anual de los costos del colegio en

el año t ; e_t^0 = aumento de la pensión de kínder (0) en el año t debido a los costos de entrada al colegio; a^i = aumento por cambios de calidad en el grado i .

Nótese que el valor de la pensión P_t^i también se puede expresar como la pensión que inició a pagar el alumno cuando entró al colegio, P_{t-i}^0 , ajustada por todos los cambios en los costos y en las calidades que se acumularon hasta llegar al curso i , de la siguiente forma:

$$P_t^i = P_{t-i}^0 \times \prod_{j=1}^i (1+\pi_{t-j+1})(1+a^{j+1}) \quad i=1,2,\dots,11 \quad (2)$$

2.1 Variación anual del IPC de la pensión para un colegio, según el DANE

Para el cálculo del IPC de pensiones, el DANE compara el valor de la pensión que pagó un “alumno representativo” por un curso (i), con el valor que pagó otro “alumno representativo” por el mismo curso (i) el año inmediatamente anterior, ambos vinculados al mismo colegio⁹. Como se está comparando el mismo curso, esta variación anual no debería tener sesgos originados por el cambio de calidad. Esto se verifica cuando se calcula dicha variación anual usando (2) y (1):

$$\frac{P_t^i}{P_{t-1}^i} = \frac{P_{t-i}^0 \times \prod_{j=1}^i (1+\pi_{t-j+1})(1+a^{j+1})}{P_{t-1-i}^0 \times \prod_{j=1}^i (1+\pi_{t-1-j})(1+a^{j+1})} = (1+\pi_t) \times (1+e_{t-1}^0) \quad (3)$$

Efectivamente, como se muestra en (3), la variación anual de la metodología del DANE no depende de a^i , pero sí del cambio en el costo de entrada (e_{t-1}^0) que existió entre los dos “alumnos representativos” años atrás. Como se muestra en el Gráfico R3.1, esta variación anual compara dos alumnos que siempre se llevarán un año de antigüedad y, por tanto, siempre habrá una diferencia en el nivel de la pensión, la cual es igual al aumento por el costo de entrada (e_{t-1}^0). Así, la metodología tiene dos tipos de sesgos: 1) el rezago de una variación anual ($t-i$) que va a estar presente cuando se está calculando el cambio en la pensión del año vigente, y 2) la magnitud de un costo de entrada rezagado que, como se dijo, puede llegar a ser tan alto que podría superar los aumentos permitidos para el año actual $(1+\pi_t) \times (1+e_t^0) \geq \delta_t$.

Como se muestra en la ecuación (4), cuando se calcula la variación promedio anual (geométrico) según la metodología del DANE de todos los cursos para el año t ($\bar{\pi}_t^D$), los sesgos mencionados también se promedian:

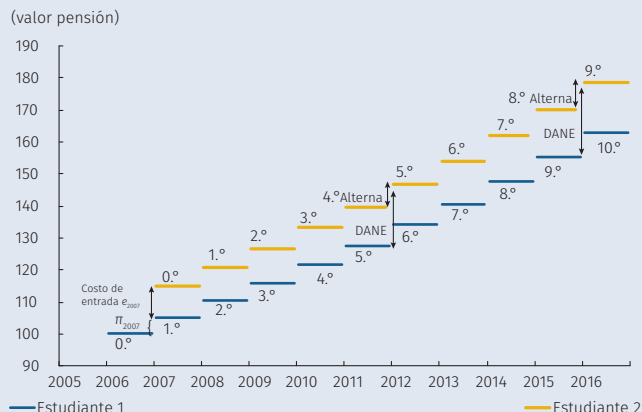
$$(\bar{\pi}_t^D) = \prod_{i=0}^{11} \left[\frac{P_t^i}{P_{t-1}^i} \right]^{1/12} = (1+\pi_t) \times \prod_{i=0}^{11} [(1+e_{t-1}^0)]^{1/12} \quad (4)$$

7 $\bar{\pi}_i = \sum_{j=1}^A w_j (\pi_j^i - 1)$ donde $\bar{\pi}_i = \sqrt[n]{\prod_{k=1}^n \prod_{l=1}^m \frac{P_t^{k,l}}{P_{t-1}^{k,l}}}$ y con: w_j = ponderación del grupo j , n = número de colegios, m = número de cursos del grupo j , $P_t^{k,l}$ = pensión del curso k que lo ofrece el colegio K y que está en el grupo j .

8 $IPC_t^{pensión} = IPC_{t-1}^{pensión} \times (1+\bar{\pi}_t)$

9 Por ejemplo, obsérvese el incremento anual de la pensión pagado por noveno entre 2017 y 2018. Para esto se identifica un alumno que esté cursando noveno en 2018, y otro con similares características que cursó el mismo grado en 2017. Nótese que éste último alumno debería estar en décimo en 2018.

Gráfico R3.1
Ejemplo del cálculo de la variación anual de las pensiones, sin cambios en la calidad



Fuentes: DANE y Banco de la República; cálculos de los autores.

2.2 Metodología alterna para el cálculo de la variación anual

La metodología alterna consiste en calcular el cambio anual del valor de la pensión cuando un alumno pasa de un curso ($i-1$) al siguiente (i). Esta propuesta se argumenta en lo siguiente:

- Pueden existir padres de familia para los cuales su función de utilidad no cambia si su hijo permanece en la institución educativa que ellos le eligieron. En otras palabras, conocen y aceptan que el nivel de la pensión puede tener fuertes cambios a medida que el hijo avanza en el colegio, ya que la calidad del servicio puede mejorar¹⁰. Si este supuesto es válido, para mantener constante la satisfacción de la familia, la variación del IPC de pensiones debería tener en cuenta todos los ítems, es decir, también incluir los costos asociados con los cambios en la calidad del servicio dentro del mismo colegio.
- Aún si existieran fuertes cambios en la calidad de un curso a otro, de tal forma que esto implique una variación en la función de utilidad del padre, estos cursos podrían ser detectados y podrían excluirse de la muestra, o solicitar el valor de la pensión sin los costos asociados con este cambio de calidad¹¹. De hecho, como se mostrará, al segmentar la muestra entre preescolar, primaria, secundaria básica y secundaria media, ya se estaría controlando la mayor parte de estos cambios por calidad.
- Se puede hacer el seguimiento a un mismo alumno por varios años. En caso de que el alumno pierda el año o

se retire del colegio, sería fácil cambiarlo por otro del mismo curso.

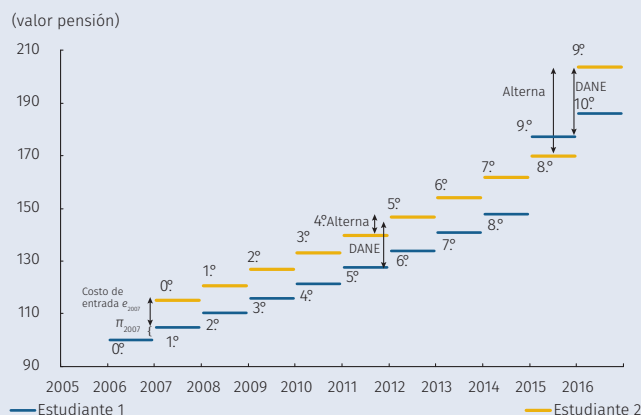
- Como se verá, esta variación anual no depende del costo de entrada ni tiene rezagos.

A pesar de lo anterior, se debe aceptar que esta metodología alterna puede seguir teniendo un sesgo, que no es fácil de medir, debido al cambio de calidad en la educación ofrecida cuando un alumno asciende al siguiente curso, el cual, incluso, puede llegar a generar un resultado mayor al obtenido por la metodología del DANE (Gráfico R3.2). Como se muestra en la ecuación (5), este cambio en la calidad está presente cuando se calcula la variación anual partiendo de (1). De igual forma, el promedio (geométrico) de las variaciones anuales de las pensiones con esta metodología alterna ($\bar{\pi}_t^A$) también promedia los cambios de calidad (ecuación 6).

$$\frac{P_i}{P_{i-1}} = (1 + \pi_i) \times (1 + a^i), \quad i=1, 2, \dots, 11 \quad (5)$$

$$(\bar{\pi}_t^A) = \prod_{i=1}^{11} \left[\frac{P_i}{P_{i-1}} \right]^{1/11} = (1 + \pi_i) \times \prod_{i=1}^{11} [(1 + a^i)]^{1/11} \quad (6)$$

Gráfico R3.2
Ejemplo de cálculo de la variación anual de las pensiones cuando solo hay un cambio de calidad de 8.º a 9.º



Fuentes: DANE y Banco de la República; cálculos de los autores.

2.3 Cálculo de la variación anual según la metodología del DANE y la alterna

En esta sección se usó una base de datos que cuenta con el nombre del establecimiento educativo, los valores de la pensión, matrícula y otros costos educativos, cobrados a los hijos de los empleados del Banco de la República. La información tiene frecuencia anual y está disponible entre 2004 y 2018. De esta base se pudo extraer la información de seis colegios con domicilio en Bogotá que ofrecen preescolar, primaria, y bachillerato básico y medio, y en los cuales se pudo encontrar información continua de alumnos que permanecieron en todo el período de la muestra. Según el Instituto Colombiano para la Evaluación de la Educación (Ic-fes), estas instituciones presentan calificaciones con grado

10 Por ejemplo, debido al derecho a usar laboratorios, cursos de intercambio, bachillerato internacional etc.

11 Por ejemplo, en ciertos colegios que ofrecen bachillerato internacional, los costos asociados con esta certificación se presentan cuando los estudiantes pasan de décimo a undécimo. Así, una posibilidad es excluir de la muestra el paso de décimo a undécimo, o solicitar la información del valor de la pensión (o matrícula) sin los costos de bachillerato internacional.

muy superior. Estos centros educativos se clasifican como de libertad regulada o vigilada, y podrían hacer parte del IPC de pensiones o matrículas de nivel de ingresos altos en la ciudad de Bogotá.

Con la anterior muestra los resultados de las variaciones anuales fueron los siguientes:

- En todos los colegios se encontró indicios de un cambio de calidad cuando se pasa de un curso a otro. El primero es cuando se asciende de preescolar a primaria, en donde la matrícula y la pensión siempre se reducen. El segundo es al pasar de bachillerato básico a medio (novenno a décimo), período en el cual se presenta un aumento significativo de la pensión (y la matrícula), mayor que el registrado en los otros cursos, y solo superados por los aumentos en los costos de entrada. En este contexto, la clasificación realizada por el DANE al calcular el IPC de educación ayudaría a controlar dicho sesgo.
- Si se excluyen los grados en los cuales el cambio de calidad resultó significativo, el aumento en el costo promedio de entrada supera o iguala los incrementos de los demás cursos. Como se muestra en el cuadro R3.1, las diferencias más relevantes se presentan en 2008 y 2009 (los resultados son consistentes con el cálculo para matrícula o pensión).
- Como lo exponen los gráficos R3.3 y R3.4 y el Cuadro R3.1, con la información de la muestra, la metodología alterna siempre exhibe variaciones anuales promedio menores que la metodología del DANE ($\bar{\pi}_i^D > \bar{\pi}_i^A$). Esto ofrece indicios de que el sesgo por costos de entrada supera ampliamente los sesgos por cambios de calidad¹². En los mismos gráficos se muestra que las va-

riaciones anuales de la metodología alterna (realizados con la muestra) también son menores que los cambios anuales del IPC de matrículas y pensiones de ingresos altos para la ciudad de Bogotá.

3. Conclusiones

En este recuadro se mostró evidencia de sesgos al alza en el cálculo del IPC de pensiones y matrículas para ingresos altos. La razón de este sesgo obedece al llamado costo de entrada, definido como el incremento que realiza un colegio (con libertad regulada o vigilada) a la pensión del primer grado de preescolar que ofrece. Generalmente dicho costo de entrada es muy superior al aumento aplicado a las pensiones de los demás cursos. Se encontró que, en el cálculo de la variación anual promedio de las pensiones de un colegio, la metodología del DANE otorga demasiado peso a estos costos de entrada, al permitir que participen todos aquellos que se aplicaron varios años atrás. En el recuadro se propone un método alternativo que podría ayudar a reducir dicho sesgo.

Es importante aclarar que los ejercicios empíricos mostrados en este Recuadro no son representativos en términos muestrales y, por tal motivo, con ellos no se puede valorar el tamaño del sesgo de medición debido al costo de entrada. Simplemente sirven como evidencia para ilustrar su existencia y para explicar la diferencia que hay entre las dos metodologías: la del DANE y la alterna propuesta.

Cuadro R3.1
Promedio de las variaciones anuales del primer curso contra el resto de grados

Año	Incremento anual de la matrícula			Incremento anual pensión		
	Primer grado ^{a/}	Resto de grados (método alterno) ^{b,c/}	Resto de grados (método DANE) ^{b/}	Primer grado ^{a/}	Resto de grados (método alterno) ^{b,c/}	Resto de grados (método DANE) ^{b/}
2008	23,9	6,3	8,1	23,9	6,2	8,1
2009	43,4	7,4	16,2	25,0	7,3	16,3
2010	13,0	6,1	16,8	13,0	6,0	15,1
2011	5,5	5,6	10,0	5,5	5,5	10,2
2012	12,1	5,2	9,4	12,1	4,1	8,2
2013	9,9	4,7	10,5	10,0	4,9	11,7
2014	3,5	3,5	8,9	3,5	3,5	7,6
2017	9,6	8,6	16,7	9,6	8,6	12,3

a/ Su valor está en función del ajuste por costos de entrada e inflación $(1+\pi) \times (1+e)$. Se utiliza un promedio aritmético simple para su estimación.

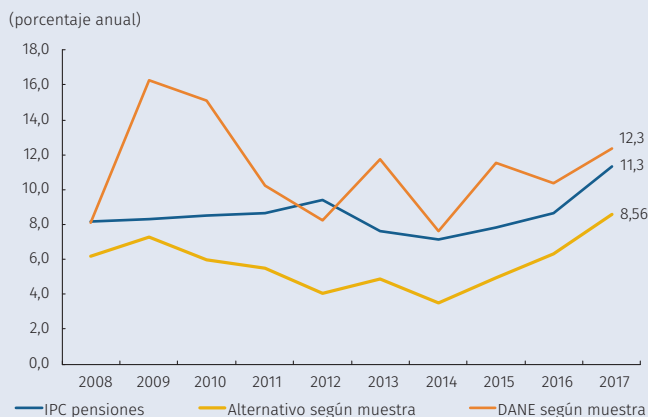
b/ El cálculo de las variaciones anuales de los demás cursos es el descrito en la sección 1 de este recuadro.

c/ En el método alternativo se realiza la corrección por cambios en la calidad.

Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

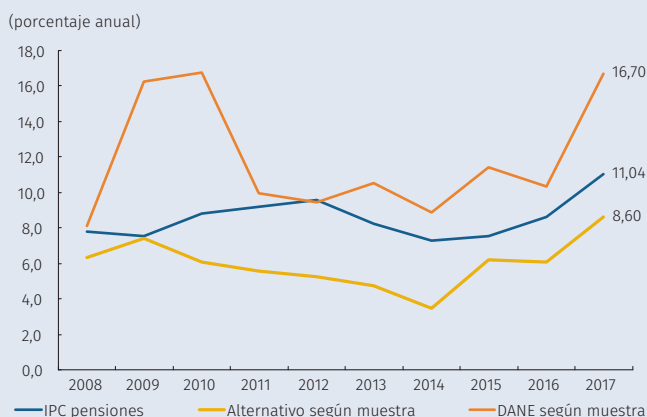
12 Como es de esperarse, esta diferencia se amplía cuando en la metodología alterna se excluyen los posibles cambios de calidad hallados en el punto a.

Gráfico R3.3
Variaciones anuales del IPC de pensiones de Bogotá de los ingresos altos y comparación con los dos métodos (DANE y alternativo) según la muestra^{a/}



a/ Los cálculos del método alternativo y DANE se realizan con base a la muestra de los hijos de empleados del Banco de la República, y el IPC de pensiones es el publicado mensualmente por el DANE.
Fuentes: DANE y Banco de la República; cálculos realizados por los autores.

Gráfico R3.4
Variaciones anuales del IPC de matrículas de Bogotá de los ingresos altos y comparación con los dos métodos (DANE y alternativo) según la muestra^{a/}



a/ Los cálculos del método alternativo y DANE se realizan con base a la muestra de los hijos de empleados del Banco de la República, y el IPC de matrículas es el publicado mensualmente por el DANE.
Fuentes: DANE y Banco de la República; cálculos realizados por los autores.

04

Pronósticos de mediano plazo

El equipo técnico mantuvo su proyección de crecimiento para todo 2018. No obstante, se espera que esta expansión sea menos balanceada que la anticipada en el informe anterior.

En este *Informe* se sigue esperando un ligero aumento de la inflación anual al consumidor en el segundo semestre de 2018.

Hacia 2019 la inflación volverá a reducirse, convergiendo al 3% a finales de ese año.

4.1 Crecimiento económico para 2018

Con base en la información disponible a junio, el equipo técnico del Banco de la República sigue esperando un mayor crecimiento del PIB en 2018 frente a lo observado en 2017. Esta expansión sería menos balanceada que la anticipada en el *Informe sobre Inflación* de marzo, lo cual implica que la demanda externa desempeñaría un papel más relevante en la actividad económica, mientras que la demanda interna contribuiría menos que lo esperado. Este pronóstico supone que los choques de demanda observados en el primer trimestre tendrían algún efecto sobre la dinámica de la absorción (en particular sobre la de la inversión) en lo que resta de 2018.

Así, para este *Informe* el equipo técnico mantuvo su pronóstico de expansión del PIB de 2018 en 2,7% (frente al 1,8% del 2017), aún por debajo de lo que podría ser el crecimiento potencial de largo plazo de la economía (3,3%), con unos escenarios de bajo y alto crecimiento de 2,0% y 3,2%, respectivamente. Este rango es algo más estrecho que el 2,0% al 3,5% presentado un trimestre atrás. Como es usual, el techo

Para este Informe se mantuvo el pronóstico de crecimiento para 2018 en 2,7%.

y el piso del rango de pronóstico son consistentes con los escenarios de la balanza de pagos presentados en el capítulo 1 de este Informe. El pronóstico está concentrado levemente hacia la parte superior del rango, lo cual refleja el hecho de que algunos riesgos alcistas se han venido materializando a lo largo del año, como se explicará en detalle más adelante. No obstante, aún existe amplia incertidumbre relacionada con los riesgos a la baja y no se descarta que algunos de estos se concreten en la segunda mitad del año.

El pronóstico de mediano plazo presentado en este Informe contempla un contexto externo que continuará siendo favorable para el crecimiento del PIB de 2018. Como se discutió en el capítulo 1, la economía global crecería más en 2018 que en el año anterior, siendo esto evidente para los Estados Unidos, así como también para varias de las economías de América Latina. Esto permite prever una mayor contribución de la demanda externa frente a lo observado el año pasado.

Asimismo, dado el comportamiento reciente de los precios internacionales de los bienes básicos exportados por Colombia, el equipo técnico elevó sus pronósticos del nivel promedio de términos de intercambio para 2018. Además de los efectos positivos de segunda ronda sobre la dinámica del ingreso nacional, los mayores precios del petróleo darían un impulso adicional a las actividades de exploración y explotación en el sector, lo cual podría contribuir a la producción y exportación del crudo.

Todo lo anterior permite proyectar una contribución positiva de las exportaciones reales a la expansión del PIB de 2018. Los mayores precios internacionales y la mayor demanda externa deberán impulsar el desempeño de las ventas al exterior, tanto de bienes básicos como de no tradicionales. Para el caso de exportaciones de servicios, en particular del sector turismo, también se pronostica un mejor desempeño que el de períodos anteriores.

Cabe señalar que el mayor crecimiento mundial y el proceso de normalización de la postura de política monetaria en las economías avanzadas suponen un aumento moderado de las tasas de interés externas relevantes para Colombia. No obstante, los pronósticos de la balanza de pagos presentados en el capítulo 1 suponen que la economía colombiana seguiría gozando de fuentes de financiamiento externo relativamente amplias durante 2018, y que el ritmo de entrada de capitales se mantendría estable en el transcurso del año. Estos recursos se destinarían a la expansión de la demanda.

Para 2018 se prevé una mayor contribución de la demanda externa al crecimiento, frente a lo observado el año pasado.

Con respecto al contexto interno, el equipo técnico prevé un impulso a la absorción proveniente de la reciente recuperación de la confianza de los consumidores y de los empresarios locales, así como de la consolidación de la transmisión de la política monetaria expansiva de los últimos trimestres hacia las tasas de interés de mercado. Además, se espera que se empiecen a sentir los efectos positivos de la reforma tributaria pasada en materia de estímulos a la inversión de las firmas, sobre todo durante la segunda mitad de año. Por otro lado, una inflación controlada y en una senda de convergencia hacia niveles cercanos a su meta de largo plazo

de 3,0% debe contribuir a la capacidad de compra de los ingresos de los hogares y, en consecuencia, a la expansión del consumo privado.

La conjunción de todos estos factores permite confiar en la proyección de una aceleración de la demanda interna con respecto a 2017. No obstante, dado el choque de inversión observado en los primeros tres meses del año (asociado, como ya se comentó, con un mal comportamiento de las obras civiles y de la construcción de edificaciones), el crecimiento de la demanda interna sería algo menor que el contemplado por el equipo técnico en el anterior *Informe sobre Inflación*.

Por componentes del gasto, el pronóstico de crecimiento de PIB supone una desaceleración del consumo público frente a lo registrado en los primeros tres meses del año. Esto implicó una revisión a la baja de la expansión de este rubro para 2018 frente a lo contemplado por el equipo técnico un trimestre atrás. El nuevo supuesto es afín con lo presentado en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP), y sería acorde con el ajuste esperado en las cuentas fiscales del GNC para cumplir con el déficit permitido por la regla fiscal. En este sentido, la mayor ejecución por parte de los gobiernos regionales y locales sería más que compensada por el ajuste del gasto (como porcentaje del PIB) del GNC en los rubros de funcionamiento e inversión.

Por su parte, para todo 2018 el consumo privado continuaría con la tendencia de recuperación que ya se había iniciado el año anterior. Como se comentó, el aumento de la confianza y las expectativas de una mejoría de las condiciones económicas del país, así como una inflación controlada en un contexto de bajas tasas de interés, contribuirán en conjunto a que en lo que resta de 2018 este rubro del PIB registre expansiones superiores a las observadas en los primeros tres meses del año. A lo anterior se suma el hecho de que la dinámica del consumo privado debe verse favorecida por la superación del choque negativo derivado del aumento del IVA a comienzos de 2017. No obstante, el consumo privado cerraría el año con un crecimiento que aún estaría por debajo de su promedio histórico, en la medida en que la alta carga financiera de los hogares y el estancamiento reciente de la dinámica del mercado laboral podrían limitar las posibilidades de expansión de este rubro.

La FBC mostraría leves retrocesos para el agregado de 2018. Este pronóstico contempla un crecimiento nulo para el componente de obras civiles y una contracción de la inversión en construcción de edificaciones. En el primer caso, se prevé que el choque observado en los primeros tres meses del año solo se dispararía plenamente a partir de la segunda mitad del año, esto en tanto se superen los retrasos en los cierres financieros que han afectado la inversión en diferentes proyectos de infraestructura como la Ruta del Sol y las vías de cuarta generación (4G). En el segundo, el equipo técnico espera que continúe el escaso dinamismo de la demanda y que se mantenga buena parte de los excesos de oferta en el renglón de edificaciones no residenciales, lo cual retrasaría la recuperación de este sector.

El consumo privado continuaría recuperándose.

Se espera un crecimiento nulo para obras civiles en todo 2018 y una contracción de la construcción de edificaciones.

La demanda externa tendrá una contribución positiva en el crecimiento económico del país.

Así las cosas, el mal desempeño de la FBC en construcción no sería compensado del todo por el comportamiento esperado para la inversión en bienes de capital. En este sentido, el crecimiento de este subcomponente del PIB ganaría dinamismo lentamente durante la segunda mitad del año, a medida que los mayores precios internacionales del crudo incentiven la inversión del sector petrolero y que la reducción de la carga tributaria a las firmas, contemplada en la reforma tributaria (mediante 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.

Con respecto a las cuentas de comercio exterior, y como ya se comentó, se espera una contribución positiva de la demanda externa al crecimiento del PIB. Las mejores condiciones del contexto externo permiten prever que las ventas al exterior serían jalonadas por mejores desempeños de las exportaciones de bienes no tradicionales y de servicios. Las importaciones, por su parte, registrarían una tasa de crecimiento positiva, aunque baja. Esto sería resultado del menor desempeño que se espera para buena parte de la inversión, principalmente.

Desde el punto de vista sectorial, pese a la incertidumbre sobre el desempeño de la demanda interna durante 2018, se prevé que el mayor dinamismo de los socios comerciales y el nivel competitivo de la tasa de cambio permitirán estimular el aparato productivo transable. Ello contribuiría a consolidar el proceso de ajuste gradual del crecimiento que ha tenido la economía colombiana en los últimos años.

En el caso de la producción agropecuaria, se espera un crecimiento positivo durante el año en curso, pero más bajo que el observado en 2017. Lo anterior se fundamenta en un menor crecimiento de los cultivos, cuyo rendimiento podría verse afectado por condiciones climáticas menos favorables para el resto del año, como lo sugieren algunos pronósticos de las agencias internacionales. Al mismo tiempo, para 2018 la industria manufacturera volvería a crecer, sustentada en el mejor dinamismo proyectado para los socios comerciales que compran bienes de origen industrial, en un entorno de una tasa de cambio favorable para el sector.

La producción de minería irá recuperándose en 2018 y 2019, principalmente de la mano del sector petrolero.

Para el PIB minero, por su parte, en 2018 se proyecta una contracción, aunque menor que la de los dos años anteriores. El decrecimiento de este sector se explicaría, principalmente, por el retroceso moderado previsto en la producción de carbón para el año completo, pese a los mejores resultados que se anticipan para el segundo trimestre. Por el lado de la producción petrolera, se prevé una aceleración modesta, que sería consecuencia de los bajos crecimientos observados durante los primeros dos trimestres del año. Para 2019 unos precios del petróleo algo mayores y la ejecución de más proyectos de inversión en el sector mineroenergético permitirían esperar una expansión de la minería.

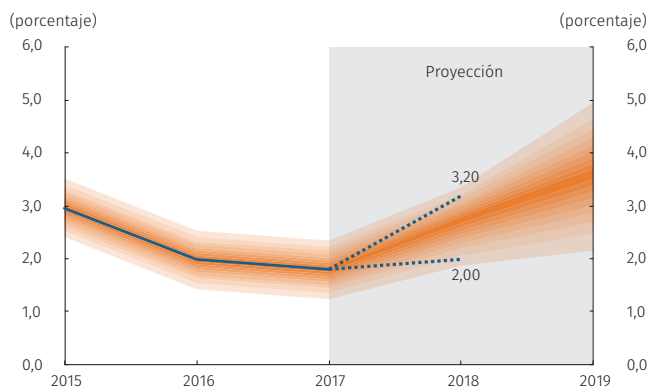
Por último, pese a que se espera una recuperación significativa de las obras civiles durante el segundo semestre del año, no se prevé un creci-

miento importante de este sector en 2018, dados los retrasos generados por la falta de cierres financieros en los casos de varios proyectos de las vías de 4G. La concreción de dichos cierres durante lo que resta del año en curso debería permitir un crecimiento positivo de este renglón durante 2019.

La proyección central de expansión del PIB de 2018 para el escenario más factible (2,7%) y el rango de pronóstico que contemplan los escenarios bajo y alto se encuentran dentro del *fan chart* de crecimiento económico que se deriva del modelo de mediano y largo plazos de la Gerencia Técnica. En esta oportunidad la amplitud de los intervalos se mantiene elevada y, como se puede apreciar en los gráficos 4.1 y 4.2, los sesgos se sitúan a la baja. En el Cuadro 4.1 se aprecia que la probabilidad de que el crecimiento económico se ubique entre 2,0% y 3,0% en 2018 es cercana a 70%.

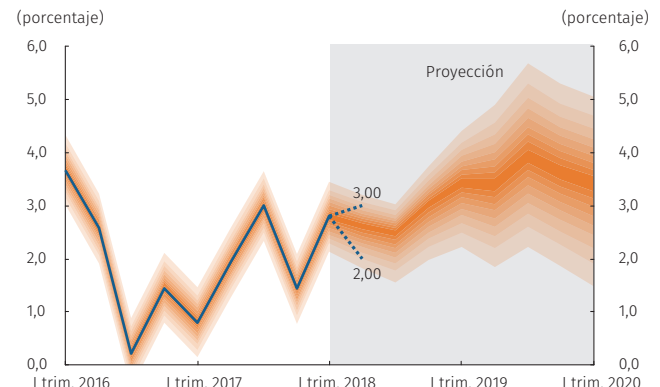
En el contexto interno, el riesgo a la baja más importante es un desempeño más débil que el contemplado para la demanda interna, producto de

Gráfico 4.1
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.2
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 4.1
Rangos de probabilidad del *fan chart* del crecimiento anual del PIB (porcentaje)

Rango	2018	2019
<-1,0	0,00	0,00
-1,0 - 0,0	0,00	0,00
0,0 - 1,0	0,06	0,15
1,0 - 2,0	9,24	3,33
2,0 - 3,0	70,03	21,90
3,0 - 4,0	20,64	44,11
> 4,0	0,04	30,49
Entre 3 y 5	20,68	70,23
Entre 2 y 4	90,67	66,02
Entre 1,5 y 3	78,24	24,54

Fuente: cálculos del Banco de la República.

niveles de ejecución de las obras civiles y del gasto público menores que los proyectados, y de un deterioro de la construcción de edificaciones mayor que el esperado. Cabe decir que la construcción tiene significativos encadenamientos productivos con otras ramas de la actividad y es un generador de empleo importante, por lo que un debilitamiento mayor al previsto en este sector tiene efectos indirectos que podrían ser importantes, pero que no están considerados en el pronóstico central. Con respecto al contexto externo, el principal riesgo a la baja está relacionado con costos de financiación externa más altos que los contemplados en la senda central. El principal riesgo alcista es aquel asociado con la recuperación de la confianza de los consumidores observada recientemente, cuyo efecto sobre la senda central de crecimiento del PIB (vía preferencias) podría estar siendo subestimado. Además, no se descarta que los precios internacionales del petróleo se mantengan en los niveles actuales, y que el promedio del año sea más alto que el contemplado en el escenario central.

Por último, cabe señalar que otro factor de incertidumbre no menos importante es el relacionado con la revisión de las series del PIB en el marco de la nueva base 2015 de las cuentas nacionales. Si bien este riesgo no se incorporó en la elaboración del *fan chart* y no afecta ni al alza ni a la baja las proyecciones aquí presentadas por el equipo técnico, sí puede convertirse en una fuente adicional de error de pronóstico (ver sombreado del capítulo 2, página 44).

4.2 Inflación

Las perspectivas de inflación al consumidor para el mediano y largo plazos cambiaron poco en este *Informe* con respecto al del trimestre anterior. Para lo que resta de este año la senda de pronóstico aumentó ligeramente frente a lo reportado en marzo, tanto en el caso de la inflación anual como en el de la básica; sin embargo, para 2019 se supone lo opuesto.

Referente a la inflación total, en la actualidad se sigue esperando un leve aumento en lo que resta del año y hasta comienzos de 2019, el cual se revierte lentamente en los siguientes trimestres, para terminar ese año en la meta de largo plazo del 3,0% establecida por la JDBR. A este número también convergería la inflación básica en el segundo semestre de 2019, aunque mostraría una senda más estable alrededor de los niveles actuales durante los próximos tres trimestres.

De acuerdo con el nuevo ejercicio de pronóstico, en el escenario central la inflación seguiría sometida a la influencia de algunas presiones moderadas, tanto al alza como a la baja, las cuales tienden a compensarse entre sí y a diluirse con el tiempo. Ello garantizaría que la inflación no se aleje mucho de la meta y que termine convergiendo plenamente a ella en el mediano plazo. No obstante, como se mencionará, dicho escenario enfrenta riesgos (en especial al alza), algunos de los cuales exhiben una

Se espera un ligero crecimiento de la inflación total anual hasta principios de 2019, sin embargo, al cierre de dicho año se proyecta que se ubique próxima a la meta de largo plazo, igual a 3,0%.

probabilidad de ocurrencia que ha venido en aumento, y que de materializarse, pueden desviar la inflación de la actual senda central.

En general, los factores determinantes de la inflación de largo plazo mostraron pocos cambios en esta oportunidad. Quizá el más importante tiene que ver con el incremento en el pronóstico del precio del petróleo, tanto para lo que resta de este año como para 2019 (véase el capítulo 1). Esta modificación tiene incidencias tanto al alza como a la baja sobre los pronósticos de inflación. En el primer caso, puede implicar mayores precios de los regulados, en particular sobre los combustibles. Por esta misma vía puede tener efectos sobre los costos de producción y de transporte, lo que termina afectando una amplia gama de precios dentro de la canasta del consumidor. Sin embargo, por el otro lado genera presiones desinflacionarias en la medida en que favorece la apreciación del peso.

En este *Informe* también se espera una normalización de la política monetaria en las economías avanzadas algo más marcada que la prevista antes, lo que se traduce en una senda de tasa de interés externa que aumenta un poco más rápido, aunque desde niveles todavía muy bajos. En la senda central de pronóstico actual esta mayor tasa genera presiones a la depreciación del peso y por esta vía incide en la inflación al consumidor. Cabe señalar que en los últimos años las bajas tasas de interés externas han dado acceso a fuentes de financiamiento externo amplias y baratas. Desde mediados de 2016 esto ha repercutido en la estabilidad del tipo de cambio y ha significado, a su vez, bajas presiones sobre la inflación, permitiendo una reducción sustancial de la inflación de transables, especialmente.

En el actual ejercicio de pronóstico la tendencia a la depreciación del peso por la mayor tasa de interés externa es compensada con creces por la presión opuesta originada en el mayor precio del petróleo. De esta forma, la nueva senda central está acompañada por un tipo de cambio menos depreciado durante todo el horizonte de pronóstico que el prevaleciente en el informe de marzo. En principio, esto se traduce en menores presiones sobre la inflación para los próximos ocho trimestres. Sin embargo, el aumento en el pronóstico del precio del petróleo también supone presiones alcistas sobre costos y precios de regulados que están compensando los efectos a la baja de una menor depreciación. Así las cosas, en el presente *Informe* el cambio en el supuesto del precio del petróleo, junto con el de tasa de interés externa, está teniendo un efecto predominantemente neutro sobre la inflación al consumidor para la mayor parte del horizonte de pronóstico.

En la senda de pronóstico actual las presiones de demanda sobre los precios al consumidor deberán seguir siendo escasas durante los próximos ocho trimestres. Como se presentó en la sección anterior de este capítulo, la proyección del PIB para este año se mantuvo inalterada, con una tasa de crecimiento que, aunque mayor que la de 2017, aún se mantendría por debajo de la potencial o no inflacionaria de la economía. Para 2019 se prevé que continúe la recuperación del crecimiento y, aunque se

La mayor tasa de interés externa contemplada en este *Informe* incide en la inflación al consumidor.

Las presiones de demanda sobre los precios al consumidor seguirán siendo escasas durante los próximos ocho trimestres.

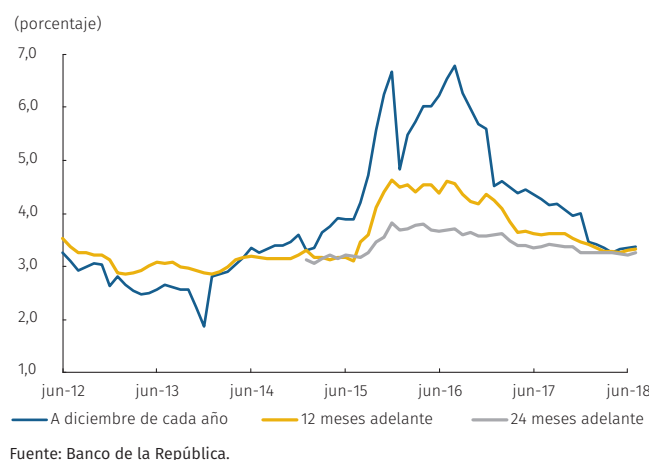
espera una tasa de expansión algo mayor que la potencial, esta no sería suficiente para eliminar los excesos de capacidad productiva. Una evidencia de estos excesos es la presencia hoy en día de importantes inventarios de vivienda nueva sin ocupar, lo que debe limitar por varios trimestres los ajustes en los arriendos y, por tanto, en el IPC de no transables.

En el frente laboral, las proyecciones de crecimiento también aseguran un mercado holgado en los próximos seis trimestres, lo que debe conducir a aumentos salariales moderados y más acordes con la meta que en el pasado reciente, más aún si se tiene en cuenta que la inflación no se desviará mucho del 3,0%. De esta forma, hacia el mediano plazo, en la senda central de pronóstico actual se descartan presiones sobre los precios por cuenta de los costos laborales.

La disminución de la inflación en los últimos trimestres a niveles cercanos a la meta deberá ir de la mano de un menor protagonismo por parte de los mecanismos de indexación y por una reducción de la inercia inflacionaria. Esto será evidente sobre todo a comienzos de 2019, cuando se efectúan las grandes revisiones de precios de servicios tradicionalmente indexados, como los de educación y salud.

A la par con lo anterior, la senda central de pronóstico también supone unas expectativas de inflación que permanecerían ancladas muy cerca del 3,0%, tal como de hecho ya sucede en la actualidad, según los diversos indicadores disponibles. Este es el caso de la encuesta mensual de expectativas efectuadas a los operadores del mercado financiero por parte del Banco de la República. Según la encuesta realizada a comienzos de julio, la inflación esperada para diciembre de 2018 es de 3,37%, una cifra muy similar a la obtenida hace tres meses. Las expectativas para diciembre de 2019 y a doce y veinticuatro meses tampoco presentaron cambios, situándose todas muy cerca del 3,3% (Gráfico 4.3).

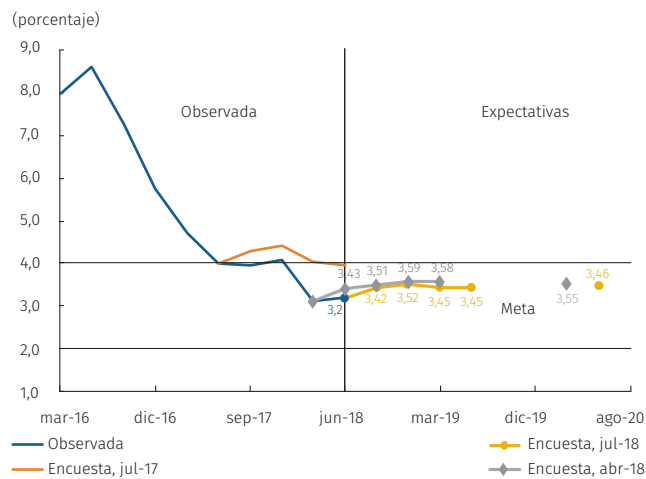
Gráfico 4.3
Pronósticos de inflación total anual de bancos y comisionistas de bolsa



La encuesta trimestral realizada a comienzos de julio por el Banco de la República, dirigida a empresarios, sindicatos y académicos, tampoco varió significativamente frente a la obtenida en abril. En este caso, la inflación esperada a diciembre de este año se ubicó en 3,52% (Gráfico 4.4). Por su parte, las expectativas más recientes derivadas de los TES (*break even inflation*) se situaban en 3,0%, 3,2% y 3,4% a horizontes de dos, tres y cinco años, respectivamente. Estos valores son marginalmente superiores a las mediciones de hace tres meses y, en lo corrido del año, han fluctuado en un rango entre 3,0% y 3,5% (Gráfico 4.5).

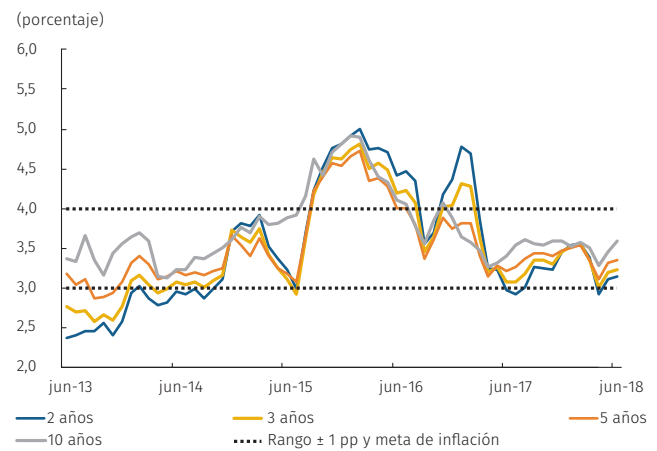
Un elemento que está impulsando la inflación para el resto de 2018 y todo 2019 es el IPC de regulados. Además de esperarse mayores incrementos en el precio interno de los combustibles por cuenta del precio más alto del petróleo (como ya se explicó), también se prevén ajustes en las tari-

Gráfico 4.4
Inflación total anual observada y expectativas de inflación
(a tres, seis, nueve, doce y veinticuatro meses)



Fuentes: DANE y Banco de la República (*Encuesta trimestral de expectativas*).

Gráfico 4.5
Expectativas de inflación total anual derivadas de los TES
(a dos, tres, cinco y diez años)
(promedio mensual)^{a/}



a/ Metodología Nelson y Siegel.
Fuente: Banco de la República.

fas de varios servicios públicos superiores a las consideradas hace tres meses. Es el caso de las tarifas de acueducto, donde ahora se esperan mayores alzas para soportar la ampliación de cobertura. Igualmente, los incrementos en las de energía eléctrica se deberán al cambio reciente de su marco regulatorio. Para los servicios de recolección de basura también se esperan ascensos en sus tarifas para Bogotá, como se mencionó anteriormente, algo que no estaba contemplado en el pronóstico de marzo.

Por último, durante los próximos tres trimestres la inflación al consumidor estaría sometida a influencias alcistas originadas en los precios de los alimentos. Estas alzas, que se vienen anticipando desde los últimos informes, obedecerían al comportamiento cíclico de la oferta agropecuaria, cuyo crecimiento debe tender a moderarse hacia finales del año y comienzos del próximo como respuesta a los niveles relativamente bajos de sus precios en la actualidad. A ellas también contribuirían los aumentos recientes en los precios de productos agrícolas importados por el país.

Dado todo lo anterior, en este *Informe* se prevé un aumento de la inflación total anual al consumidor en lo que resta del año, de la mano de incrementos en la variación anual de los alimentos, principalmente. Este aumento, que se extendería hasta comienzos de 2019, sería, sin embargo, moderado e implicaría una cifra a final del año alrededor del 3,5%. Para el resto de 2019 la inflación deberá disminuir de forma gradual en buena parte gracias a menores ajustes en los precios de los alimentos, para terminar el año en una cifra muy cercana al 3,0%.

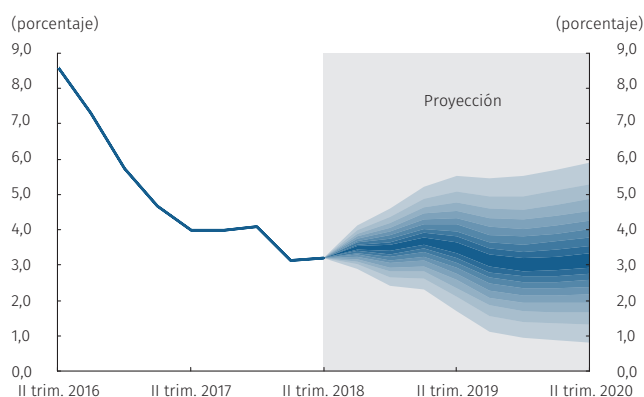
La inflación básica (medida como el IPC sin alimentos ni regulados) mantendría el resto del presente año y comienzos de 2019 un nivel similar al actual, para luego descender también hacia el 3,0% en el segundo semestre del año. La convergencia a la meta de la inflación básica y la total no es más rápida en vista de que la variación anual del IPC de regulados

continuaría en niveles relativamente altos durante buena parte del período de pronóstico por las razones ya expuestas.

4.3 Balance de riesgos

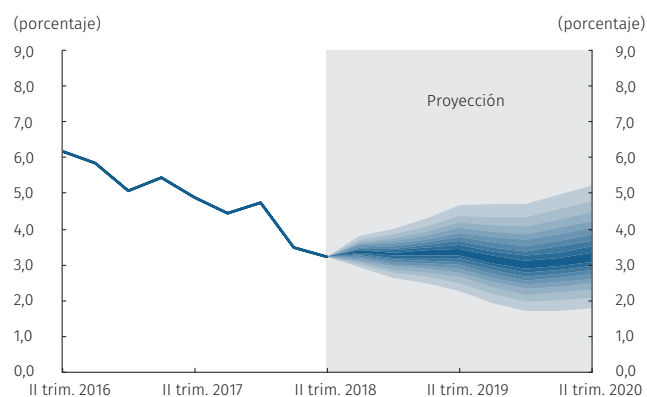
El balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos ni regulados se presenta en los *fan chart* de los gráficos 4.6 y 4.7. Para este *Informe* se estima un *fan chart* para la inflación total con sesgos al alza, un poco más acentuados que los identificados en la estimación del informe de marzo de 2018. Como es usual, el balance de riesgos se construyó a partir de la senda central de pronóstico de la inflación anual total y de la de sin alimentos ni regulados, ambas derivadas del modelo Patacon. Los riesgos considerados en la construcción del *fan chart* se presentan a continuación.

Gráfico 4.6
Fan chart de la inflación total anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.7
Fan chart de la inflación anual sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los principales riesgos al alza son:

Costos de financiamiento externo más altos que lo esperado: las cifras alentadoras relacionadas con el crecimiento económico y con las tasas de política monetaria relativamente expansivas en gran parte de las economías avanzadas, junto con el alto y sostenido nivel del precio internacional del petróleo, han empezado a generar algunas presiones inflacionarias en dichas economías. Dada esta situación, el escenario central de pronóstico de este *Informe* incorpora la normalización de la política monetaria en estos países, en particular en los Estados Unidos. No obstante, las presiones podrían ser mayores que las inicialmente previstas, lo que podría llevar a un ritmo de aumentos en la tasa de interés de la Fed más rápido al incorporado en la senda central. Esto repercutiría en el precio de las monedas de las economías emergentes, incluida la colombiana, lo que generaría posiblemente una depreciación e impactaría la inflación al consumidor vía el traspaso de la tasa de cambio a los precios (*pass through*).

Los principales sesgos al alza sobre la inflación provienen de costos de financiamiento y precios de los alimentos y regulados más altos que lo contenido en la senda central de pronóstico.

Variaciones de los precios de los alimentos por encima de lo proyectado en la senda central de pronóstico

Como se ha mencionado desde el tercer trimestre de 2017 en los informes sobre inflación, luego del descenso observado en sus variaciones desde mediados de 2016, los precios de los alimentos han presentado, durante varios trimestres, ajustes de menor magnitud que los usuales y esperados.

En el presente *Informe* la senda central de pronóstico para el precio de estos bienes incorpora un crecimiento sostenido, pero moderado, en su variación anual hasta el primer trimestre de 2019, que supone adecuadas condiciones climáticas en el próximo año y medio. Sin embargo, recientemente diversas agencias meteorológicas han detectado aumentos en la probabilidad de que en los próximos meses se presenten condiciones climáticas más secas que lo normal o incluso un fenómeno de El Niño. Si bien estas advertencias no garantizan que esto se materialice, su eventual ocurrencia sí podría disminuir el área sembrada y reducir la productividad, con un aumento en precios al consumidor mayor que el pronosticado. Adicionalmente, el tipo de cambio, que en promedio se apreció en 2017 y en lo corrido de 2018, reduciendo los costos de los alimentos e insumos importados, podría depreciarse a un ritmo mayor que el contemplado en la senda central de pronóstico por las razones expuestas.

Junto a lo anterior, en la actualidad se presentan niveles históricos de alto abastecimiento y bajos precios relativos de los alimentos, lo cual podría generar una reducción en su oferta, propia del ciclo usual de producción agropecuaria, en donde, ante abundancia de bienes y bajos precios, los productores deciden reducir el área sembrada.

En este escenario las variaciones anuales de la canasta del IPC de alimentos pueden incubar mayores incrementos que lo proyectado en la senda central de pronóstico. Hay que tener en cuenta que en el pasado se han experimentado quiebres en las tendencias de estos precios más fuertes que la implícita en la senda del pronóstico actual. Ante lo anterior, se podrían enfrentar unas inflaciones, de alimentos y total, más altas que las esperadas en este *Informe*, en especial para lo que resta del presente año y la primera mitad de 2019.

Una senda de precios de los regulados por encima de lo estimado: la senda actual de pronóstico contempla una desaceleración en los precios de los regulados para el próximo año, que responde, principalmente, al desarrollo actual de la inflación total y a que se espera que el precio internacional del petróleo no ejerza presiones alcistas adicionales sobre la gasolina.

Sin embargo, recientemente se dictaron regulaciones que afectarán el precio al consumidor de los servicios de electricidad y acueducto, en el primer caso porque se modificó el marco regulatorio de sus tarifas, lo que deriva en un alza de los costos de distribución y, en el segundo caso, porque se ordenó ampliar la cobertura del servicio; no obstante,

la transmisión al consumidor de estos costos adicionales no tiene una reglamentación en cuanto al momento en que se debe realizar. Es por esto que, a pesar de ya tener incorporado en el escenario central esta situación, y junto con el actual panorama incierto del precio del petróleo, el crecimiento de los precios de los bienes y servicios regulados puede estar siendo subestimado en algunos puntos por la senda central de pronóstico. De ser así, mayores ajustes futuros en los precios de los regulados le podrían imprimir a la inflación total un sesgo al alza.

La materialización de alguno de los riesgos alcistas mencionados anteriormente, afectaría el comportamiento de la inflación total no solo de manera directa, sino también de manera indirecta y permanente, vía el impacto que estos eventos pueden tener sobre las expectativas y la activación de mecanismos de indexación.

El principal riesgo a la baja considerado en este *Informe* es: *una demanda interna que crece por debajo de lo incorporado en la senda central de pronóstico*:

Luego de la caída observada en las obras civiles en lo corrido de 2018, se espera una recuperación en esta demanda para lo que resta del año. Sin embargo, dados los problemas de retrasos y financiamiento que han experimentado estos proyectos, en especial los de vías, existe un riesgo de un desempeño más bajo que lo proyectado. Por otro lado, la construcción de edificaciones podría continuar con un dinamismo pobre en el año, teniendo en cuenta los altos inventarios no vendidos en vivienda (para ingresos medios y altos), oficinas y locales. Con este escenario, un comportamiento peor que el esperado en estos sectores afectaría de forma importante la demanda interna, ubicándola por debajo de lo estimado en la senda central de pronóstico de este *Informe*, en particular, al tener en cuenta los encadenamientos productivos y el papel en la generación de empleo que tienen estas actividades en toda la economía.

Acorde con el conjunto de riesgos presentado anteriormente, el *fan chart* sugiere que la probabilidad de que la inflación total se ubique por debajo del 4,0% en 2018 se mantuvo en 77,0%, y esta se redujo a 71,9% en 2019 (cuadros 4.2 y 4.3). El balance de riesgos para finales de 2018 mantiene la mayoría de los riesgos presentes en el informe anterior; además, es relevante mencionar que para el *fan chart* de este *Informe* no se aplicó un sesgo específico asociado con el precio del petróleo, como sí se efectuó en el informe anterior; sin embargo, sí se amplió el rango de incertidumbre asociado a él.

Se resalta que la amplitud de la función de densidad de los pronósticos que se muestra en el Gráfico 4.8, según el área sombreada, solo incluye el 90% de esta. Los resultados, al igual que el pronóstico central, suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de interés de política del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta.

Un menor crecimiento de la demanda interna es el principal sesgo a la baja sobre la inflación.

Cuadro 4.2
 Probabilidad estimada de que la inflación anual total en diciembre de 2018 esté entre 2,0% y 4,0% (porcentaje)

Informe	Probabilidad
Informe de septiembre de 2017	47,6
Informe de diciembre de 2017	53,3
Informe de marzo de 2018	71,4
Informe de junio de 2018	76,0

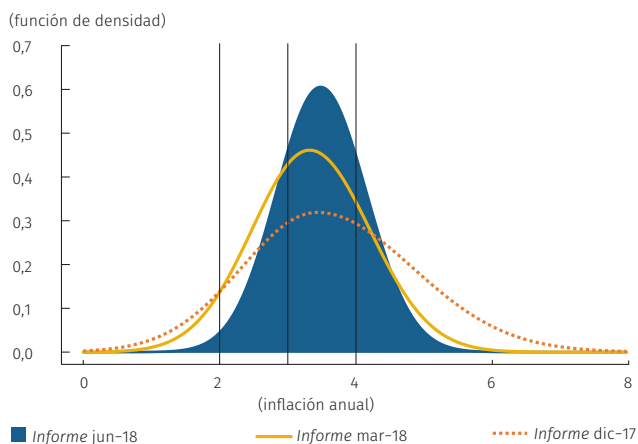
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Cuadro 4.3
 Rangos de probabilidad del fan chart de la inflación anual total (porcentaje)

Rango	2018	2019
<2,0	1,0	19,1
2,0 - 2,5	5,0	12,0
2,5 - 3,0	15,8	14,0
3,0 - 3,5	27,7	14,1
3,5 - 4,0	27,4	12,7
>4,0	23,0	28,2
Entre 2 y 4	76,0	52,8

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.8
 Corte transversal del fan chart de inflación anual total para diciembre de 2018



Fuente: cálculos del Banco de la República.

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 2018 y 2019. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 23 de junio de 2018.

Proyecciones para 2018

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 2,6%, superior al estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior (2,4%). Por su parte, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 2,7%, igual al estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior.

En cuanto a los precios, los analistas locales estiman una inflación del 3,3% mayor al valor registrado en el informe anterior, mientras que los extranjeros prevén una cifra al finalizar el año del 3,4%. Ambas proyecciones se encuentran dentro

Cuadro A1
Proyecciones para 2018

	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 trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores ^{a/}	3,1	3,5	3.000	4,1	3,1	9,3
ANIF	2,3	3,3	n.d.	4,2	2,2	10,0
Banco de Bogotá ^{a/}	2,5	3,3	2.850	4,4	3,1	n.d.
Bancolombia ^{a/}	2,6	3,4	2.960	4,7	3,1	9,9
BBVA Colombia ^{a/}	2,6	3,3	2.880	4,6	3,1	10,0
BTG Pactual	2,5	3,4	3.020	n.d.	3,1	9,4
Corficolombiana	2,6	3,3	2.900	4,5	2,4	9,5
Corredores Davivienda ^{b/}	2,7	3,5	2.920	4,5	3,1	10,2
Credicorp Capital ^{c/}	2,3	3,1	2.900	4,4	2,2	10,8
Davivienda	2,7	3,5	2.920	4,5	3,1	10,2
Fedesarrollo ^{a/}	2,4	3,4	n.d.	n.d.	3,1	n.d.
Itaú ^{a/d/}	2,5	3,2	2.890	4,2	3,1	9,4
Ultraserfinco ^{e/}	2,5	3,4	2.890	4,5	3,2	9,5
Promedio	2,6	3,3	2.921	4,4	2,9	9,8
Analistas externos						
Citibank-Colombia ^{a/}	2,5	3,3	2.835	4,4	3,6	9,6
Deutsche Bank	2,8	3,4	n.d.	n.d.	2,5	9,4
Goldman Sachs	2,7	3,1	2.700	n.d.	3,1	n.d.
JP Morgan	2,9	3,6	2.925	n.d.	3,1	n.d.
Promedio	2,7	3,4	2.820	4,4	3,1	9,5

n.d.: no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antigo Corredores Asociados.

c/ Antigo Correval.

d/ Antigo Corpbanca, hasta junio de 2017.

e/ Antigo Ultrabursátiles.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2019

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	3,4	4,0	3.200
ANIF	3,0	3,5	n.d.
Banco de Bogotá	3,0	3,0	2.875
Bancolombia	3,2	3,1	2.970
BBVA Colombia	3,3	3,0	2.900
BGT Pactual	3,0	3,2	3.070
Corficolombiana	3,3	3,5	2.900
Corredores Davivienda ^{a/}	3,2	3,6	n.d.
Credicorp Capital ^{b/}	3,3	3,3	2.800
Davivienda	3,2	3,6	n.d.
Fedesarrollo	2,8	3,2	n.d.
Itaú ^{c/}	3,2	3,0	2.930
Ultraserfinco ^{d/}	2,8	3,2	2.900
Promedio	3,1	3,3	2.949
Analistas externos			
Citibank-Colombia	3,1	3,0	2.850
Deutsche Bank	3,6	3,4	n.d.
Goldman Sachs	3,3	3,0	2.650
JP Morgan	3,4	3,5	n.d.
Promedio	3,4	3,2	2.750

n.d.: no disponible.

a/ Antigo Corredores Asociados.

b/ Antigo Correval.

c/ Antigo Corpbanca, hasta junio de 2017.

d/ Antigo Ultrabursátiles.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

del rango entre 2,0% y 4,0% alrededor de la meta de inflación fijada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2018, pero por encima de la meta de inflación de largo plazo (3,0%).

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 COP2.921 frente a los COP2.929 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP2.820 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,4%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 9,8%.

Proyecciones para 2019

Para 2019 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 3,1% y los extranjeros uno de 3,4%. Con respecto a la inflación, los analistas locales la proyectan en 3,3%, y los extranjeros en 3,2%. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP2.949 y las externas de COP2.750.