

---

# INFORME SOBRE INFLACIÓN

ISSN - 1657 - 7973



03 /   
2019



Marzo de 2019

# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

\* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 26 de abril de 2019.

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

---

**Nota:**

A partir de esta edición no se publicará el capítulo 5, “Riesgos a la estabilidad macroeconómica”.







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

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

#### Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez  
Jefe

Luis Hernán Calderón  
David Camilo López  
Andrea Salazar Díaz

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

Celina Gaitán  
Sergio Restrepo  
Daniel Parra

(\*) En la elaboración de este Informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Diego Rodríguez, Juan José Ospina, Alexander Guarín, Aarón Garavito, César Anzola, Juan Camilo Méndez, Santiago Forero y Nicolás Moreno, del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Edward Gómez Beltrán, Jonnathan Barriga y José David Méndez, estudiantes en práctica.

# Contenido

---

## Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria /9

---

### 1. Contexto externo y balanza de pagos /13

#### 1.1 Contexto externo /13

#### 1.2 Balanza de pagos /22

**Recuadro 1:** Proceso de ajuste y ampliación del déficit en la cuenta corriente /29

---

### 2. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo /33

#### 2.1 Comportamiento del PIB durante el cuarto trimestre de 2018 y todo 2018 /33

#### 2.2 El PIB del primer trimestre de 2019 /40

---

### 3. Desarrollos recientes de la inflación /45

#### 3.1 Comportamiento general /45

#### 3.2 Comportamiento por componentes /48

**Recuadro 2:** Posibles presiones alcistas en las tarifas de energía eléctrica /52

---

### 4. Pronósticos de mediano plazo /55

#### 4.1 Crecimiento económico para 2019 /55

#### 4.2 Inflación /58

#### 4.3 Balance de riesgos /63

---

## Anexo /68

---

# Índice de gráficos

---

**Gráfico 1.1** Estados Unidos y la zona del euro: inflación anual /15

**Gráfico 1.2** Precio internacional del petróleo (Brent y WTI) /16

**Gráfico 1.3** Índice de términos de intercambio /16

**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 /17

**Gráfico 1.6** *Credit default swaps* (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina /18

**Gráfico 1.7** Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina /18

**Gráfico 1.8** Crecimiento promedio de los socios comerciales /19

**Gráfico 1.9** Ingresos asociados al gasto de extranjeros en Colombia por concepto de viajes /22

**Gráfico 1.10** Importaciones totales de bienes (FOB) /24

**Gráfico 1.11** Exportaciones totales de bienes (FOB) /24

**Gráfico 2.1** Producto interno bruto /34

**Gráfico 2.2** Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado y corregido por efectos calendario) /41

**Gráfico 2.3** Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles ni vehículos automotores, desestacionalizado y corregido por efectos calendario) /42

**Gráfico 2.4** Encuesta mensual del comercio al por menor (comercio minorista de vehículos automotores, desestacionalizado) /42

**Gráfico 2.5** Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral /42

**Gráfico 2.6** Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de maquinaria y equipo /43

**Gráfico 2.7** Producción de café /43

**Gráfico 2.8** Producción de petróleo /43

**Gráfico 2.9** Producción industrial real total /44

**Gráfico 3.1** Índice de precios al consumidor (IPC) /46

**Gráfico 3.2** Indicadores de inflación básica /47

**Gráfico 3.3** IPP por procedencia /47

**Gráfico 3.4** Salarios nominales /48

**Gráfico 3.5** IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados /48

**Gráfico 3.6** IPC de no transables, sin alimentos ni regulados /49

**Gráfico 3.7** IPC de regulados y sus componentes /50

**Gráfico 3.8** IPC de alimentos /50

**Gráfico 3.9** IPC de alimentos por grupos /50

**Gráfico 4.1** *Fan chart* del crecimiento anual del PIB /58

**Gráfico 4.2** *Fan chart* del crecimiento anual del PIB trimestral /58

**Gráfico 4.3** Pronósticos de inflación total anual de bancos y comisionistas de bolsa /62

**Gráfico 4.4** Expectativas de inflación total anual derivadas de los TES /63

**Gráfico 4.6** *Fan chart* de la inflación total anual /63

**Gráfico 4.5** Inflación total anual observada y expectativas de inflación /63

**Gráfico 4.7** *Fan chart* de la inflación anual sin alimentos ni regulados /63

**Gráfico 4.8** Corte transversal del *fan chart* de inflación anual total para /67

# 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 /21

**Cuadro 1.3** Balanza de pagos /27

**Cuadro 2.1** Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto /34

**Cuadro 2.2** Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica /36

**Cuadro 3.1** Inflación, principales componentes e indicadores de inflación básica /46

**Cuadro 4.1** Rangos de probabilidad del *fan chart* del crecimiento anual del PIB /58

**Cuadro 4.2** Probabilidad estimada de que la inflación anual total en diciembre de 2019 esté entre 2,0% y 4,0% /66

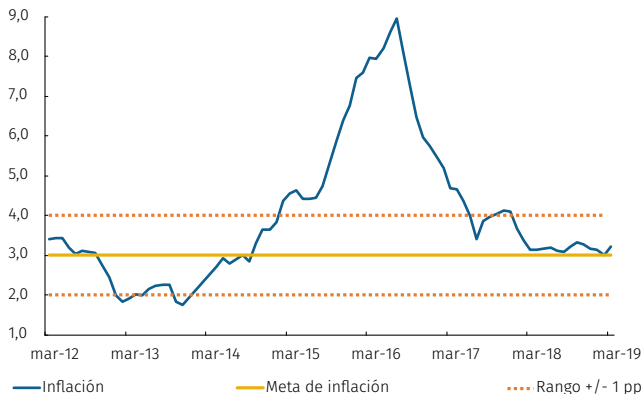
**Cuadro 4.3** Rangos de probabilidad del *fan chart* de la inflación anual total para fin de año /67



# Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria

*Durante el primer trimestre de 2019 la inflación y las medidas de inflación básica resultaron más bajas que lo estimado en el informe pasado, y se mantuvieron cerca de la meta del 3%. Las expectativas de inflación a diferentes plazos disminuyeron levemente y se encuentran alrededor de la inflación observada. Las nuevas cifras de actividad sugieren que el crecimiento económico se sigue recuperando desde niveles de producto inferiores a la capacidad productiva del país. La postura actual de la política monetaria es ligeramente expansiva.*

Gráfico A  
Índice de precios al consumidor (IPC)  
(variación anual)  
(porcentaje)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En marzo la inflación se situó en 3,21% (Gráfico A) y el promedio de las medidas de inflación básica en 2,82%, cifras inferiores a las esperadas un trimestre atrás y cercanas a la meta de inflación del 3%. La menor inflación observada frente al pronóstico se originó, principalmente, en los transables (0,9%) y no transables sin alimentos ni regulados (3,29%). Factores como el escaso traspaso de la depreciación del peso a los precios internos, la indexación de algunos precios a la inflación de diciembre pasado (3,18%) y los excesos de capacidad productiva de la economía explican gran parte de este comportamiento. Similar a lo esperado, el IPC de alimentos (3,26%) continuó acelerándose, en especial debido al grupo de perecederos. Por el contrario, los regulados (6,42%) aumentaron más de lo proyectado por el incremento en las tarifas de servicios públicos.

Con el anterior entorno, en abril de 2019 las expectativas de inflación disminuyeron levemente. Las de los analistas a diferentes plazos se situaron entre 3,25% y 3,28%, y las implícitas en los títulos de deuda pública para dos, tres, cinco y diez años entre 3,0% y 3,5%.

El comportamiento de la inflación y de sus expectativas en el primer trimestre de 2019 se presentó en un contexto de brecha del producto negativa, con una dinámica de la demanda interna que habría continuado recuperándose, debido al comportamiento del gasto público y de la inversión, principalmente en obras civiles. Los indicadores de comercio exterior permiten prever una contribución crecientemente

negativa de las exportaciones netas. Con esta información, el equipo técnico del Banco estima que el crecimiento económico para el primer trimestre estaría alrededor del 3,2%.

En materia de crédito, en el primer trimestre la cartera bancaria en moneda nacional (M/N) y extranjera (M/E) dirigida a las empresas mantuvo un crecimiento anual bajo (3,1%). Si a esta cartera se le adiciona el crédito externo directo en M/E y los bonos emitidos por las empresas en M/N, el endeudamiento comercial habría sido más dinámico. La cartera de consumo continuó acelerándose, mientras que el crecimiento del crédito hipotecario se moderó, y ambos registraron aumentos anuales cercanos al 10%. Las tasas de interés real de política, de los créditos comerciales, hipotecarios y las de consumo (excepto tarjetas) se encuentran en niveles inferiores a los promedios de los últimos diez años.

*Frente al anterior Informe sobre Inflación, para todo 2019 el equipo técnico del Banco mantuvo relativamente estable el pronóstico del precio del petróleo, redujo la senda esperada del crecimiento económico de los socios comerciales y del costo del financiamiento externo, aumentó ligeramente el crecimiento económico proyectado de Colombia (de 3,4% a 3,5%), y disminuyó el sendero esperado de la inflación.*

Al momento de realizar el presente informe, los anuncios de la Reserva Federal (Fed) sugerían mayores riesgos a la baja en el crecimiento económico de los Estados Unidos, frente a lo previsto un trimestre atrás. En la zona del euro y en otras economías avanzadas y emergentes también se moderó la expectativa de crecimiento económico. Estos hechos, junto con la ausencia de presiones inflacionarias, llevaron al anuncio por parte de los bancos centrales de estos países de efectuar una pausa en su proceso de normalización de la política monetaria en 2019.

En lo corrido del año el precio del petróleo se incrementó debido, en gran medida, a restricciones de oferta globales. Sin embargo, el mercado de futuros y el promedio de analistas perciben esta tendencia como transitoria. Con este entorno, para 2019 el equipo técnico del Banco proyecta un precio promedio de USD 63,4 por barril (antes USD 63 por barril).

El pronóstico de crecimiento económico del equipo técnico para 2019 se incrementó desde 3,4% a 3,5%. Según la nueva proyección, la demanda interna se aceleraría, principalmente, por una recuperación de la inversión, en parte por el efecto positivo de la Ley de Financiamiento y por la mayor dinámica de las obras civiles (4G). Las mejores condiciones de financiamiento externo, la desaceleración de los socios comerciales y la menor senda esperada de los precios del petróleo con respecto a 2018 se reflejarían en una ampliación del déficit comercial y de la cuenta corriente. La brecha de producto se cerraría parcialmente en 2019.

La proyección de la inflación se redujo levemente y sugiere que en lo que resta del año y en 2020 la inflación se mantendría en un rango entre 3,0 y 3,3%. Se espera que el IPC de regulados se desacelere, pero las restricciones de oferta, principalmente en energía, mantendrían sus crecimientos por encima del 5%. El IPC de alimentos continuaría con tasas de aumento algo superiores a la meta. La inflación sin alimentos ni regulados, que en marzo de 2019 se situó en 2,38%, convergería al 3%, jalonada por el cierre gradual de la brecha del producto y por la depreciación nominal anual observada y esperada y su traspaso a los precios internos.

*En síntesis, la economía se sigue recuperando a partir de un nivel del producto inferior al de su valor de largo plazo. La inflación y sus expectativas se encuentran algo por encima de la meta y el promedio de las medidas de inflación básica se sitúa levemente por debajo del 3%. La postura de política monetaria es ligeramente expansiva. Los factores externos e internos de la economía sugieren un cierre gradual de la brecha del producto, una convergencia de la inflación básica a la meta y una ampliación del déficit externo en 2019.*

Con base en la anterior información, en las reuniones de marzo y abril de 2019 la Junta Directiva (JDBR) ponderó los siguientes factores para tomar su decisión:

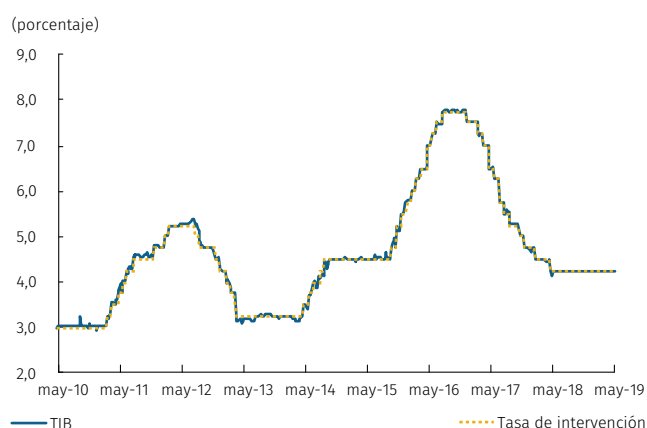
- La inflación observada estará cercana a la meta y los riesgos al alza son bajos.
- Los excesos de capacidad productiva y la incertidumbre sobre la velocidad con que se reduzcan.
- Los efectos sobre la economía colombiana derivados de las condiciones externas continúan siendo inciertos.

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

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

**Juan José Echavarría**  
Gerente General

**Gráfico B**  
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB)  
(2010-2019)<sup>a/</sup>



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 14 de mayo de 2019.  
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.



# 01

## Contexto externo y balanza de pagos

En este informe se espera un costo de financiamiento internacional, para los próximos dos años, más bajo que el previsto anteriormente.

El precio del petróleo ha superado los pronósticos efectuados en el informe anterior. Sin embargo, dicho fenómeno sería transitorio.

El déficit en la cuenta corriente aumentó en 2018, tendencia que se mantendría en 2019 debido principalmente al deterioro de la balanza comercial.

### 1.1 Contexto externo

En el primer trimestre de 2019 se ha observado una mejoría en las condiciones financieras internacionales, luego del deterioro registrado a finales de 2018. El repunte observado en la demanda por activos con mayor riesgo en los mercados financieros internacionales ha sido resultado, en gran medida, del cambio hacia una política monetaria que se mantendría expansiva por más tiempo por parte de los principales bancos centrales de las economías avanzadas y de los avances en las negociaciones comerciales entre los Estados Unidos y China.

En este entorno se ha observado un aumento de los principales índices accionarios, una tendencia decreciente en las tasas de interés de largo plazo de los bonos en las economías avanzadas y una reducción de los indicadores de volatilidad financiera. Al tiempo, las primas de riesgo de las economías latinoamericanas han registrado disminuciones por varios meses consecutivos, mientras que las tasas de cambio, en promedio, se han mantenido relativamente estables, incluyendo el peso colombiano.

**El crecimiento de los socios comerciales del país se revisó levemente a la baja para 2019 y 2020. No obstante, este registro es superior a lo observado en 2015 y 2016.**

Junto a lo anterior, en lo corrido del año se ha observado una tendencia creciente en los precios internacionales del petróleo, que en la actualidad se sitúan por encima de lo esperado en el *Informe sobre Inflación* anterior (USD62 por barril). Este incremento ha sido resultado, en gran medida, de las restricciones de oferta observadas y previstas en el mercado del crudo. En este informe, sin embargo, se sigue esperando que dichos aumentos sean transitorios y que se reviertan en los próximos meses, cuando los precios converjan a niveles más sostenibles.

Por otro lado, los resultados económicos en algunos de los países monitoreados han sido inferiores a lo esperado. Lo anterior, junto con el continuo debilitamiento del crecimiento del comercio mundial, exacerbado por las restricciones establecidas en 2018, sugieren que la desaceleración de la actividad económica global a comienzos de 2019 sería mayor que la pronosticada en el pasado informe trimestral.

Así, teniendo en cuenta lo anterior, en este informe se revisó un poco a la baja el crecimiento de los socios comerciales del país para 2019 y 2020. Adicionalmente, teniendo en cuenta los mayores niveles de precios del petróleo observados, se efectuó un incremento marginal del pronóstico para el promedio de 2019 y se mantuvo inalterado el pronóstico de 2020. Por otro lado, se espera que los bancos centrales de las economías avanzadas hagan una pausa en su proceso de normalización de la política monetaria en 2019, acorde con lo anunciado en sus reuniones más recientes. Esto se traduciría en unos menores costos de financiamiento externo para Colombia y otras economías emergentes hacia los próximos trimestres, frente a los previstos en el informe pasado.

### 1.1.1 Actividad real e inflación

En 2018 la economía estadounidense completó nueve años de crecimiento consecutivo, siendo uno de los ciclos expansivos más largos de su historia. En los últimos trimestres esta economía habría continuado creciendo a una tasa superior a su nivel potencial.

No obstante, a comienzos de 2019 algunos indicadores disponibles sugerían un debilitamiento de la economía estadounidense mayor que el anticipado por el mercado. Lo anterior, junto con el posible impacto del cierre parcial del gobierno federal<sup>1</sup> sobre el resultado de crecimiento del primer trimestre de 2019, derivó en una revisión a la baja del ritmo de expansión de esta economía por parte de los analistas, asignando una mayor probabilidad a una fuerte desaceleración a la vuelta de un año o más. Al cierre estadístico de este informe se conoció que el crecimiento del producto interno bruto (PIB) real del primer trimestre de 2019 fue de 3,2% trimestre anualizado (t. a.), el cual fue superior a lo esperado por el mer-

<sup>1</sup> Este cierre parcial del gobierno federal, que sucedió entre el 22 de diciembre de 2018 y el 25 de enero de 2019, sumó 35 días y fue categorizado como el más largo de la historia de este país.

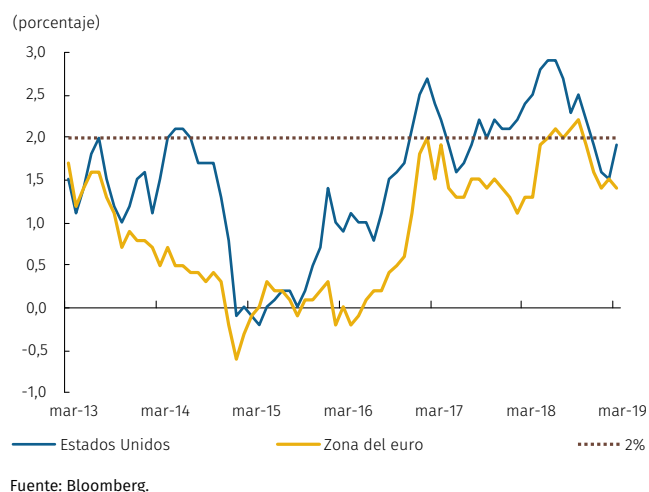
**En los últimos trimestres, la economía de los Estados Unidos ha continuado creciendo por encima de su nivel potencial.**

cado<sup>2</sup>. A pesar de que este dato de crecimiento representa una aceleración<sup>3</sup>, fue explicado por factores que es posible que no se mantengan hacia adelante, como lo son las ventas al exterior, la inversión en inventarios y el gasto público. Por otro lado, el consumo y la inversión no residencial, principales componentes de la demanda interna, se desaceleraron.

La actividad económica en la zona del euro, por su parte, continuó debilitándose en el último trimestre de 2018 frente a lo observado en la primera mitad de dicho año. En particular, la expansión de su PIB real en el cuarto trimestre fue de 0,2% con respecto al período anterior y de 1,2% frente al mismo trimestre del año anterior, dato que estuvo por debajo de lo esperado por el mercado. Al primer trimestre de 2019 los indicadores disponibles sugieren una mayor debilidad de la actividad económica del bloque frente a lo previsto hace unos meses, aunque aún se espera alguna aceleración del crecimiento en la medida en que algunos choques temporales se disipen.

Hasta marzo, el relativamente alto dinamismo económico en los Estados Unidos no se ha traducido aún en presiones inflacionarias claras. De hecho, su inflación total al consumidor no mostró cambios en marzo de 2019 (1,9%) frente al registro de diciembre de 2018. Por su parte, en la zona del euro la variación anual de los precios mostró una reducción, pasando de 1,6% en diciembre de 2018 a 1,4% en marzo de 2019 (Gráfico 1.1). En ambos casos, la inflación básica ha presentado una leve disminución en los últimos meses, ubicándose a marzo en 2,0% y 0,8%, respectivamente. Las expectativas de inflación para el resto de 2019 y para 2020 han disminuido en los últimos meses y se sitúan en niveles cercanos a su meta de largo plazo, lo que refleja un panorama de menores presiones inflacionarias para estas economías.

Gráfico 1.1  
Estados Unidos y la zona del euro: inflación anual



### 1.1.2 Precios de los productos básicos

Con respecto a los precios internacionales de los productos básicos exportados por Colombia, se destaca la tendencia creciente que ha tenido el del petróleo en lo corrido del año. En el último mes el precio de esta materia prima se ha situado por encima de los USD70 por barril (Brent), con lo cual el precio promedio para lo corrido del año hasta el 26 de abril es de USD65,6 por barril (Gráfico 1.2). Este aumento ha estado relacionado, en

2 A mediados de abril, la mediana de los analistas encuestados por Bloomberg daba un crecimiento para el primer trimestre de 1,6% t. a.

3 Este dato corresponde a una tasa de crecimiento trimestral de 0,8%, superior al 0,5% (2,2% t. a.) registrado en el cuarto trimestre de 2018.

gran medida, con los recortes de suministro aplicados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y sus aliados, los recortes adicionales por parte de Arabia Saudita, las sanciones de los Estados Unidos a las exportaciones de crudo de Irán y Venezuela, y el conflicto en Libia.

En cuanto a los términos de intercambio, hasta febrero de 2019 se observó una recuperación, resultado del incremento de los precios del petróleo; no obstante, los niveles registrados en lo corrido del año representan una disminución con respecto a 2018 (Gráfico 1.3). Por otro lado, los precios de los bienes importados mostraron una disminución, a tono con la inflación internacional.

### 1.1.3 Política monetaria y mercados financieros

En el primer trimestre del año, la Reserva Federal (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) no efectuaron cambios en sus tasas de interés de referencia. Adicionalmente, la creciente preocupación por el crecimiento de las economías avanzadas, junto con la ausencia de presiones inflacionarias, llevaron al anuncio por parte de estos bancos centrales de efectuar una pausa en su proceso de normalización de la política monetaria en 2019.

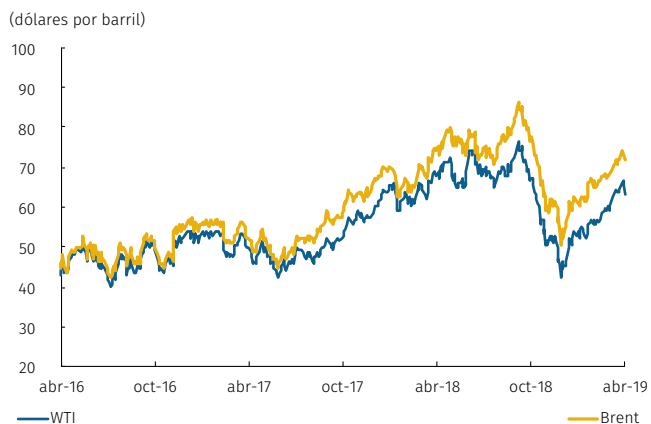
Este es el caso de los Estados Unidos, donde a lo largo del trimestre se observó un cambio en el tono de sus comunicaciones, el cual sugería una política monetaria que se mantendría expansiva.

En esta línea estuvieron las proyecciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) en marzo, las cuales no incorporan incrementos de la tasa de interés en 2019 (dos incrementos menos frente a lo publicado en diciembre de 2018). Adicionalmente, se anunció que la fase final de la reducción de su hoja de balance comenzará en mayo y finalizará en septiembre de este año.

Por su parte, el BCE anunció que, por un lado, no hará cambios a estas tasas en 2019 y que, por el otro, continuará por un período extendido la reinversión total de los pagos de activos vencidos adquiridos en su programa de compra de activos (APP, por su sigla en inglés).

Los hechos descritos derivaron en una reevaluación de las expectativas de normalización de la política monetaria por parte de los

Gráfico 1.2  
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



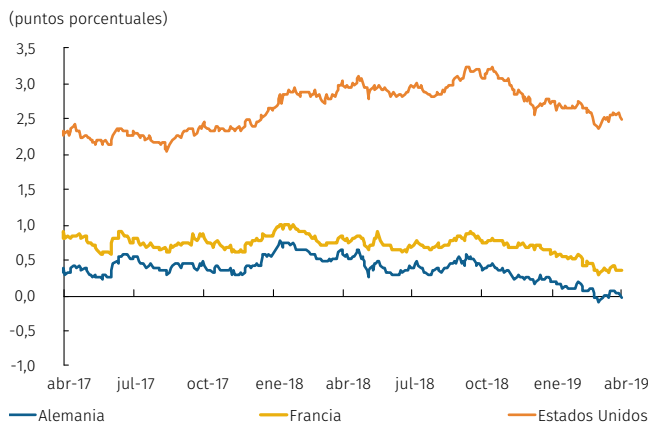
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.3  
Índice de términos de intercambio  
(metodología comercio exterior)<sup>a/</sup>



a/ Para mayor detalle ver <http://www.banrep.gov.co/es/indice-terminos-intercambio>  
Fuente: Banco de la República.

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



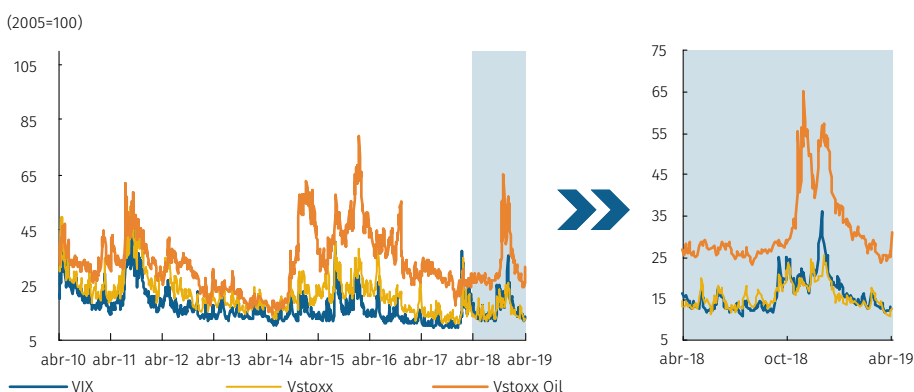
Fuente: Bloomberg.

inversionistas<sup>4</sup>, las cuales se habrían transmitido de forma anticipada a los bonos de largo plazo del tesoro estadounidense, en particular a los títulos con vencimiento a diez años, cuyos rendimientos disminuyeron a niveles no observados desde finales de 2017 (Gráfico 1.4).

Lo anterior, junto con el mayor optimismo en torno a la consecución de un acuerdo que ponga fin a la disputa comercial entre los Estados Unidos y China, favoreció un incremento de la demanda por activos considerados como más riesgosos, lo cual se ha reflejado en un incremento de los principales índices accionarios y en una reducción de los indicadores de volatilidad financiera y de las primas de riesgo país (Gráfico 1.5).

En efecto, las primas de riesgo soberano de algunas de estas economías han disminuido en lo corrido del año. De nuevo, los fundamentales y los factores políticos específicos de cada país han contribuido a una diferenciación entre las economías del grupo. En el caso de los países de la región, en la mayoría se han registrado disminuciones del riesgo país por varios meses consecutivos. No obstante, en el caso de las economías más grandes (Brasil y Argentina), para el último mes se observó un incremento del riesgo soberano, dado que persiste la incertidumbre en torno al éxito de las políticas de los gobiernos actuales. En cuanto a las tasas de cambio, en lo corrido del año estas se han mantenido relativamente estables, incluyendo el peso colombiano (gráficos 1.6 y 1.7).

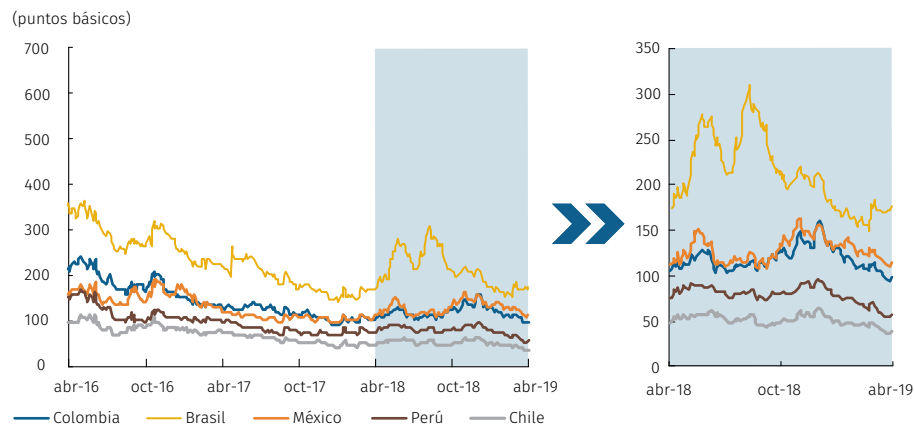
**Gráfico 1.5**  
Índices de volatilidad financiera



Fuente: Bloomberg.

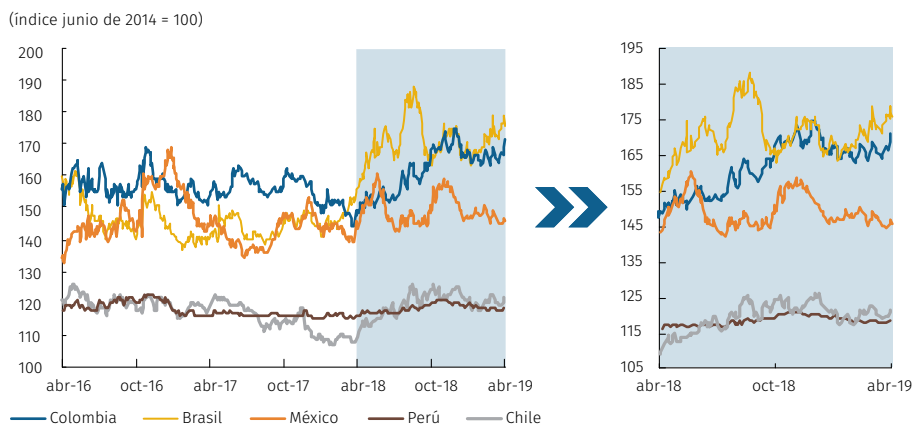
4 Al 26 de abril los datos de Bloomberg sobre el aumento o disminución de la tasa de política de la Fed, derivada de los futuros, señalaban una probabilidad del 66,4% de al menos una reducción para finales de 2019, mientras que se le asignaba solo un 33,6% a que los niveles actuales se mantendrían. Otra medida es la distribución de probabilidades de potenciales subidas de la tasa de interés, extraídas de los precios de mercado, y publicada por *CME Group*, la cual también muestra que para diciembre de 2019 la probabilidad de que se dé al menos una reducción (64,8%) es mayor a que no se presenten cambios en dicha tasa (35,2%).

**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.

En este entorno, en el primer trimestre se ha observado una recuperación de los flujos de capital hacia las economías emergentes, particularmente concentrados en enero, frente a lo observado en el último trimestre de 2018. De acuerdo con las estimaciones del Institute of International Finance (IIF), los flujos totales de capital hacia economías emergentes pasaron de USD 11 billones, en promedio, a USD 36,4 billones entre el cuarto trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019. En el caso de América Latina, estos valores fueron de USD 2,5 billones y USD 6,9 billones, respectivamente.

#### 1.1.4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Considerando la información disponible, el pronóstico de crecimiento económico de los socios comerciales de Colombia para 2019 y 2020 se revisó levemente a la baja frente a lo presentado en el informe de diciembre.

Para 2019 se proyecta una desaceleración de las economías avanzadas, acorde con un menor crecimiento del comercio mundial, con un desvanecimiento de los efectos del estímulo fiscal en los Estados Unidos y con el impacto de la normalización de la política monetaria de 2018. En el escenario central de pronóstico, el consumo y la inversión continuarían siendo el motor de crecimiento en estas economías.

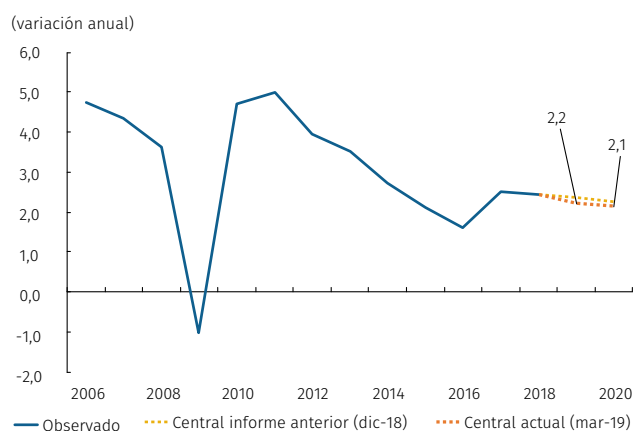
En las emergentes se espera una moderación en el crecimiento del producto para 2019, resultado del proceso de reconversión de la economía china hacia un modelo de crecimiento más sostenible, de las barreras comerciales impuestas por los Estados Unidos que afectan principalmente a ese país, y de una contracción económica en otros países. En cuanto a las economías de América Latina, para 2019 se espera una mejora en el desempeño económico de sus grandes economías (Brasil y Argentina), dado el muy pobre desempeño que han presentado en los últimos años. Para el resto de las economías relevantes para el país, se pronostica una desaceleración en su ritmo de crecimiento frente a lo observado en 2018.

Así, para los socios comerciales del país (sin Venezuela) se proyecta una expansión económica (ponderada por el comercio no tradicional) de 2,2% anual para 2019<sup>5</sup>, lo que representaría una desaceleración frente al crecimiento estimado para 2018 (2,5%).

Para 2020 dicha desaceleración continuaría de la mano de un ritmo de crecimiento de las economías avanzadas más cercano a su nivel potencial y de un menor ritmo de expansión de la economía china. Así, para este año se espera una tasa de crecimiento de los socios comerciales de 2,1% (Gráfico 1.8), siendo aún superior a lo observado en 2015 y 2016 (1,9% en promedio). En el Cuadro 1.1 se presentan las revisiones de los pronósticos individuales del escenario central con respecto al informe anterior.

Los pronósticos descritos anteriormente para los socios comerciales son menores que los presentados en el informe anterior, tanto para 2019 como para 2020. La revisión a la baja para las economías avanzadas tiene en cuenta que algunos indicadores recientes sugieren un mayor debilitamiento de la actividad económica. En el caso de los Estados Unidos, se sumaría el impacto sobre la actividad económica que trajo el cierre parcial del gobierno federal. Para la zona del euro dicha reducción obedece también a un menor aporte del sector externo, a las protestas en Francia y a la situación fiscal en Italia.

**Gráfico 1.8**  
Crecimiento promedio de los socios comerciales  
(ponderado por comercio no tradicional)<sup>a/</sup>



a/ Estas cifras corresponden al total de socios comerciales sin Venezuela, dado que la falta de información para esta economía dificulta el pronóstico del crecimiento económico.  
Fuente: cálculos y proyecciones del Banco de la República.

5 Para el informe de diciembre de 2018 se proyectaba un crecimiento de los socios comerciales (sin Venezuela) de 2,3% para 2019.

Cuadro 1.1  
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

| Proyecciones de crecimiento de los socios                                    | 2018<br>(observado) | 2019 | 2020 |
|--|---------------------|------|------|
| Principales socios   |                     |      |      |
| Estados Unidos <sup>a/</sup>   | 2,9                 | 2,3  | 1,7  |
| Zona del euro  | 1,8                 | 1,2  | 1,4  |
| Ecuador  | 1,4                 | 0,6  | 1,2  |
| China <sup>b/</sup>  | 6,6                 | 6,2  | 6,0  |
| Otros socios   |                     |      |      |
| Brasil   | 1,1                 | 2,2  | 2,4  |
| Perú   | 4,0                 | 3,8  | 3,7  |
| México   | 2,0                 | 1,8  | 1,9  |
| Chile  | 4,0                 | 3,3  | 3,1  |
| Total socios comerciales (sin Venezuela)<br>(ponderado por no tradicionales) | 2,5                 | 2,2  | 2,1  |
| Total socios comerciales<br>(ponderado por no tradicionales)                 | 1,9                 | 1,9  | 1,9  |

a/ El dato del crecimiento del PIB de los Estados Unidos del primer trimestre fue publicado el 26 de abril. Este dato hizo parte del conjunto de información utilizado por la Junta Directiva del Banco de la República para su decisión del 26 de abril. Sin embargo, los pronósticos aquí presentados no incorporaron esta nueva información.

b/ El dato del crecimiento del PIB de China del primer trimestre fue publicado el 16 de abril. Este dato hizo parte del conjunto de información utilizado por la Junta Directiva del Banco de la República para su decisión del 26 de abril. Sin embargo, los pronósticos aquí presentados no incorporaron esta nueva información.

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

En América Latina se redujo el crecimiento económico de Brasil, México, Chile y Venezuela. Lo anterior, debido a que los datos han sido más débiles de lo esperado, a la disminución observada de la actividad minera, al menor aporte esperado del sector externo, al menor gasto por cuenta de los esfuerzos de consolidación fiscal, a la normalización de la política monetaria y a la persistencia de la incertidumbre política en algunas de estas economías por cuenta de los nuevos gobiernos que han pesado sobre el comportamiento y las proyecciones de la inversión.

Dado el comportamiento reciente de las condiciones financieras internacionales, junto con los anuncios por parte de las autoridades monetarias en los Estados Unidos, que suponen una inflación baja y estable hacia el mediano plazo, en el escenario central de pronóstico de este informe se espera que no haya cambios en la tasa de interés de política de la Fed en 2019 y 2020. Lo anterior representaría un cambio frente al informe de diciembre, el cual incorporaba una subida de la tasa de interés para este año. Por otro lado, se supone que el programa de reducción en la hoja de balance se cumpliría de acuerdo con lo anunciado. En el caso del BCE, no se anticipan cambios en sus tasas de referencia en 2019, mientras que se espera que se cumpla la reinversión de pagos de su programa de compras de activos (APP).

Teniendo en cuenta el comportamiento observado en lo corrido del año de las primas de riesgo soberano, junto con una política monetaria que posiblemente se mantendría expansiva en las economías avanzadas para

**El escenario central de pronóstico no contempla cambios en la tasa de interés de los principales bancos centrales de las economías avanzadas para 2019 y 2020.**

los próximos trimestres, en este informe se revisó a la baja la senda de convergencia de la prima de riesgo país de Colombia hacia su promedio histórico. A mediano plazo se siguen esperando aumentos de la prima de riesgo país, dado que sus medidas actuales son muy bajas frente al promedio de la última década y media, y a que se proyecta un menor crecimiento de los socios comerciales y un precio del petróleo más bajo que el observado en 2018 y en lo corrido de 2019. Sin embargo, en este informe se estima que dicha convergencia sería más lenta que la esperada en el informe trimestral anterior.

En el escenario central no se contemplan los efectos que puedan traer los cambios en la política comercial de los Estados Unidos con sus socios comerciales; tampoco, una salida del Reino Unido de la Unión Europea sin un acuerdo (*hard brexit*) ni los efectos que pueda traer sobre la inversión una extensión de estas negociaciones.

En cuanto a las materias primas, en este informe se hizo una leve revisión al alza del pronóstico del precio del petróleo para 2019, en vista de las mayores cotizaciones observadas en los últimos meses (Cuadro 1.2). Sin embargo, se espera que dichos aumentos sean transitorios y que se deberán revertir en los próximos meses, cuando los precios converjan a niveles más sostenibles. Así, se espera un precio promedio de USD 63,4 por barril (referencia Brent) para 2019. El pronóstico del precio para 2020 se mantuvo inalterado (USD 62 por barril).

Cuadro 1.2

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

|  | 2018  | Proyecciones para 2019 | Proyecciones para 2020 |
|--|-------|------------------------|------------------------|
| Petróleo Brent (dólares por barril)                    | 71,6  | 63,4                   | 62                     |
| Carbón (dólares por tonelada)                          | 85,8  | 80                     | 75                     |
| Café colombiano ( <i>ex dock</i> ) (dólares por libra) | 1,37  | 1,31                   | 1,37                   |
| Oro <sup>a/</sup> (dólares por onza troy)              | 1.269 | 1.300                  | 1.350                  |

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.  
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

El escenario central de pronóstico de crecimiento de los socios comerciales anteriormente descrito sigue enfrentando importantes riesgos a la baja. Algunos factores que podrían reforzar este ciclo bajista futuro son la adopción de medidas proteccionistas en los Estados Unidos y otros países, una mayor debilidad en la zona del euro, un eventual desenlace traumático del *brexit*, un aumento del estrés en la banca italiana, entre otros. También, existen riesgos a mediano plazo por cuenta de los altos niveles de deuda registrados en algunas economías avanzadas y emergentes.

Un factor de riesgo positivo para la economía colombiana sería un precio del petróleo mayor al contemplado en el escenario central. Esto, en caso de que se prolonguen o aumenten las restricciones de la oferta mundial de crudo y de que la producción en los Estados Unidos no compense esta situación.

## 1.2 Balanza de Pagos

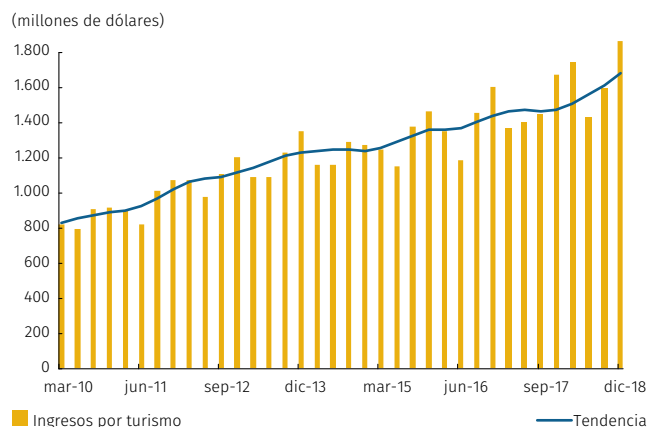
### 1.2.1 Resultados en 2018

A pesar de la mejora de los términos de intercambio del país en 2018, la aceleración en el ritmo de crecimiento económico se reflejó en un mayor incremento de la demanda por importaciones de bienes y servicios, y en un aumento de las utilidades de las empresas con capital extranjero, estas últimas también favorecidas por los mayores precios de exportación de petróleo y carbón. En efecto, durante 2018 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 12.661 millones (m), superior en USD 2.364 m al de un año atrás. Como proporción del PIB, el déficit de 2018 fue de 3,8%, mayor en 0,5 puntos porcentuales (pp) al observado en 2017.

Con respecto a lo ocurrido un año atrás, se destaca el incremento en los egresos netos del rubro renta de los factores (USD 2.736 m) y, en menor medida, del déficit comercial de bienes y servicios (USD 637 m), compensados de manera parcial por el incremento de los ingresos netos por transferencias corrientes (USD 1.009 m).

El aumento del déficit comercial de bienes ocurrió debido al crecimiento de las importaciones por USD 5.385 m (12,2%), que fue mayor al de las exportaciones (USD 4.640 m; 11,7%). El aumento de las compras externas fue generalizado, pero especialmente importante en el caso de insumos y bienes de capital para la industria, lo cual es coherente con la recuperación de la actividad económica. Por otro lado, el crecimiento 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 2017 (6,4%) acordes con el crecimiento de los principales socios comerciales.

**Gráfico 1.9**  
Ingresos asociados al gasto de extranjeros en Colombia por concepto de viajes<sup>a/</sup> (trimestral)



a/ Incluye los ingresos asociados al rubro de viajes y al transporte aéreo de pasajeros reportados en el componente de servicios no factoriales.  
Fuente: cálculos del Banco de la República.

En cuanto al déficit de la cuenta de servicios, este disminuyó en USD 108 m todo el año. Por el lado de las exportaciones, sobresalen los mayores ingresos recibidos por concepto de turismo, los cuales crecieron 12,7% anual (Gráfico 1.9), así como por la venta de otros servicios. En cuanto a las importaciones se destacan los mayores egresos asociados con los gastos de viajes, así como los pagos de servicios de transporte, empresariales y de construcción.

Por su parte, el incremento de los egresos netos por renta factorial durante 2018 se atribuye, por un lado, a las mayores utilidades de las firmas con inversión extranjera en el país, en especial aquellas pertenecientes al 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 15,3%, sobre todo, gracias 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 2018 se observaron entradas netas de capital por USD 11.981 m, mayores a las de un año atrás, cuando se ubicaron en USD 9.644 m. Durante este período, la inversión directa neta fue de USD 5.888 m, contribuyendo con cerca del 50% del financiamiento externo neto recibido por el país. La distribución por actividad económica de la inversión extranjera directa (IED) recibida en este período fue la siguiente: minería y petróleo 37%; servicios financieros y empresariales 18%; transporte y comunicaciones 14,1%; comercio y hoteles 12%; industria manufacturera 7,6%, y el resto de sectores 11,3%.

Por concepto de inversiones de cartera, el país registró entradas de capital extranjero por USD 349 m. Estos recursos se originaron en la compra de TES por inversionistas extranjeros por cerca de USD 3.500 m, los cuales permitieron compensar los pagos de amortizaciones por títulos de deuda de largo plazo y la salida de extranjeros del mercado accionario. Adicionalmente, se constituyeron activos financieros en el exterior por USD 1.571 m.

En cuanto a otros flujos de capital, en 2018 el país registró entradas netas por USD 8.502 m, principalmente de largo plazo. El sector público recibió capitales netos por USD 2.036 m y el privado por USD 6.466 m. Durante el período de análisis las reservas internacionales por transacciones de la balanza de pagos aumentaron en USD 1.187 m, debido tanto a los ingresos por rendimiento neto del portafolio como a las compras realizadas dentro del programa de acumulación de reservas. A diciembre de 2018 el saldo de reservas internacionales netas de Colombia fue de USD 48.393 m, y para marzo de 2019 esta cifra asciende a los USD 51.261 m.

## 1.2.2 Pronósticos

### 1.2.2.1 Estimación para el primer trimestre de 2019

Las cifras del balance externo para el primer trimestre de 2019 indican una ampliación del déficit corriente. De acuerdo con la información disponible, para el primer trimestre de 2019 en este informe se proyecta un déficit en la cuenta corriente superior al promedio observado en los últimos cuatro trimestres, tanto en dólares como en proporción al PIB. Este se habría ubicado cerca del 4,9% en términos del PIB, superior en 0,7 pp al registro de igual período de 2018.

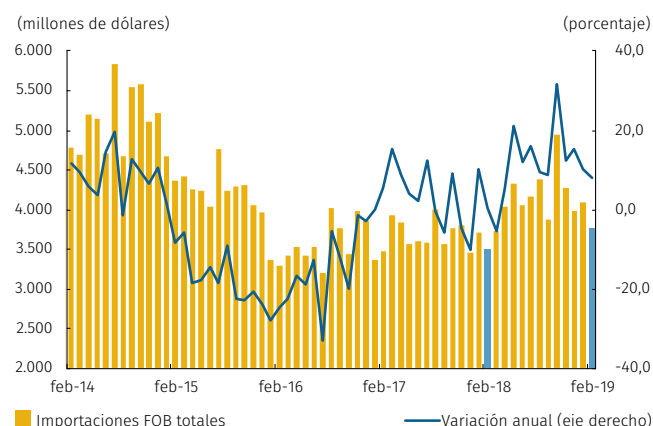
En cuanto al comercio exterior de bienes, los datos disponibles muestran que en el bimestre enero-febrero las importaciones *free on board* (FOB) se incrementaron en USD 655 m (9,1% en términos anuales), con un aumento generalizado en los diferentes grupos de productos: consumo,

**Durante 2018 la cuenta corriente del país registró un déficit del 3,8% del PIB, mayor al 3,3% observado en 2017.**

**La información disponible del primer trimestre de 2019 indicaría una ampliación del déficit en cuenta corriente.**

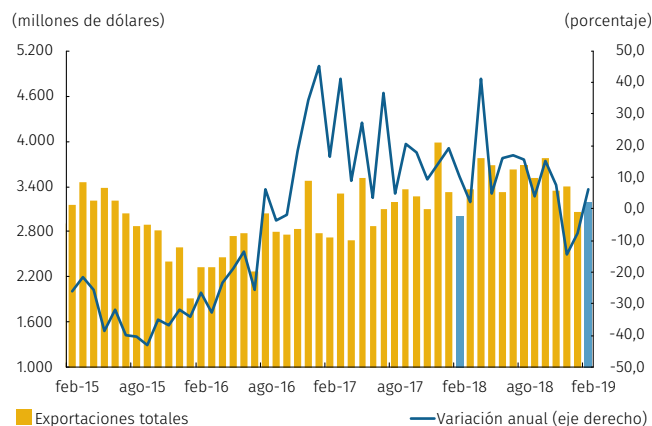
consumo intermedio y capital (Gráfico 1.10; véase sombreado, p. 24). Por el lado de las exportaciones totales, en dicho período estas disminuyeron en USD 74 m (1,2%) frente al año anterior (Gráfico 1.11), principalmente por el menor valor exportado de carbón y petróleo. Se destaca que durante enero-febrero el precio promedio del petróleo para la referencia Brent se ubicó en USD 62,2 por barril, inferior al observado en el mismo período un año atrás, a lo que se sumaría la caída en los volúmenes despachados de carbón.

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



Fuente: DIAN y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 1.11  
Exportaciones totales de bienes (FOB)  
(mensual)



Fuente: DIAN y DANE; cálculos del Banco de la República.

## Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para el bimestre enero-febrero de 2019

En el bimestre enero-febrero las exportaciones totales disminuyeron 1,2% en términos anuales (en enero se contrajeron 7,8% y en febrero crecieron 6,2%; Gráfico 1.9), lo que está explicado, principalmente, por la contracción de las ventas externas de origen minero, las cuales aportaron a la variación total -2,2 pp. Por otra parte, el grupo de bienes de origen agrícola y resto de exportaciones crecieron 4,3% y 1,6%, respectivamente (Cuadro A).

En el bimestre analizado, el índice de precios para los productos mineros cayó 4,8% frente al mismo período de 2018, pese a la leve recuperación de los precios internacionales de los bienes mineros de exportación. Lo anterior determina en gran medida la caída de las exportaciones totales que estuvo soportada

por la contracción de ventas de este sector. Se destacan las bajas ventas de las exportaciones de carbón y petróleo crudo, las cuales se contrajeron 11,7% y 5,5%, respectivamente, frente al mismo bimestre de 2018, aportando en el período -3,9 pp a la variación de las exportaciones totales (Cuadro A).

En enero-febrero las exportaciones no tradicionales crecieron 1,6% frente al mismo bimestre de un año atrás (en enero crecieron 1,5% y en febrero 1,6%; Gráfico A). Este resultado se explica, principalmente, por un mejor comportamiento en las ventas externas con destino a Ecuador (17,3%) y Unión Europea (16,8%), las cuales contribuyeron en 3,6 pp a la variación anual de las exportaciones no tradicionales (Cuadro A). Por el contrario, se observó menores despachos

Cuadro A  
Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para el bimestre enero-febrero de 2019 (FOB)  
(porcentaje)

| Grupo  | Variación anual | Contribución a la variación anual | Rubros con importantes contribuciones a la variación anual |                           |                                   |
|--|-----------------|-----------------------------------|--|---------------------------|-----------------------------------|
|  |                 |                                   | Rubro  | Variación anual del rubro | Contribución a la variación anual |
| Total exportaciones  | -1,2            | -1,2                              |  |                           |                                   |
| Bienes de origen minero                                    | -3,6            | -2,2                              | Carbón, lignítico y turba                                  | -11,7                     | -2,2                              |
|  |                 |                                   | Petróleo crudo   | -5,5                      | -1,7                              |
| Resto de exportaciones <sup>a/</sup><br>(No tradicionales) | 1,6             | 0,4                               | Vehículos automotores y otros tipos de transporte          | 39,1                      | 0,5                               |
|  |                 |                                   | Productos químicos   | 3,1                       | 0,2                               |
|  |                 |                                   | Hacia Ecuador  | 17,3                      | 2,2                               |
|  |                 |                                   | Hacia la Unión Europea                                     | 16,8                      | 1,4                               |
|  |                 |                                   | Hacia los Estados Unidos                                   | 5,5                       | 1,0                               |
|  |                 |                                   |  |                           |                                   |
| Bienes de origen agrícola                                  | 4,3             | 0,6                               | Café   | 5,6                       | 0,4                               |
|  |                 |                                   | Flores   | 5,2                       | 0,2                               |
|  |                 |                                   | Banano   | -0,6                      | 0,0                               |
| Total importaciones  | 9,1             | 9,1                               |  |                           |                                   |
| Bienes de capital  | 10,1            | 3,1                               | Equipo de transporte                                       | 24,5                      | 1,7                               |
|  |                 |                                   | Bienes de capital para la industria                        | 5,6                       | 1,1                               |
| Bienes intermedios   | 10,0            | 4,6                               | Materias primas para la industria                          | 7,5                       | 2,6                               |
|  |                 |                                   | Combustibles   | 23,8                      | 1,7                               |
| Bienes de consumo  | 6,1             | 1,4                               | Bienes durables  | 7,6                       | 0,8                               |
|  |                 |                                   | Bienes no durables   | 4,9                       | 0,6                               |

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: DIAN y DANE; cálculos del Banco de la República.

al resto de la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi)<sup>1</sup>, México, Asia y Venezuela. Hacia los Estados Unidos, principal socio comercial, se registró un aumento de 5,5% en términos anuales, aportando así 1,0 pp a la variación anual de las exportaciones no tradicionales (Cuadro A).

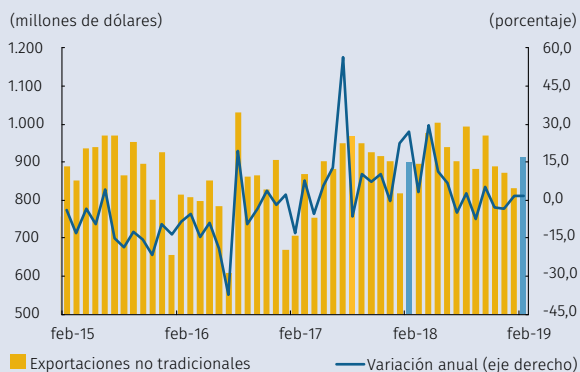
Con respecto a las exportaciones agrícolas tradicionales en el bimestre enero-febrero, las ventas externas de café y flores crecieron 5,6% y 5,2%, respectivamente, mientras que las ventas externas de banano se contrajeron en 0,6% en términos anuales (Cuadro

A). La variación total de las exportaciones de este grupo de bienes (4,3%) se explica por un aumento en los volúmenes exportados (9,8%), que fue compensada por una caída en el índice de precios del 5,0%.

En cuanto a las importaciones FOB, en el bimestre enero-febrero se observaron crecimientos en todos los grupos de bienes, con una expansión de 9,1% en términos anuales para las importaciones totales (en enero crecieron 10,2% y en febrero aumentaron 7,9% en términos anuales). La mayor contribución la mostró el grupo de bienes intermedios (4,6 pp), impulsado, principalmente, por un mayor dinamismo de las compras externas de materias primas para la industria (7,5%) (Cuadro A).

1 Aladi, sin Venezuela, Ecuador, Perú ni México.

**Gráfico A**  
Exportaciones de bienes no tradicionales<sup>a/</sup> (FOB)  
(mensual)



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

Fuente: DIAN y DANE; cálculos del Banco de la República.

Dentro del grupo de bienes de capital, que se expandió 10,1% en el bimestre, el rubro de equipo de transporte fue el que más aportó (1,7 pp), seguido por el de bienes de capital para la industria (1,1 pp) (Cuadro A).

En cuanto a los bienes de consumo, las importaciones de bienes no duraderos crecieron 4,9%, soportadas por las compras de productos alimenticios, farmacéuticos y vestuario. Por su parte, las compras externas de bienes duraderos crecieron 7,6%, explicadas por el aumento del rubro de vehículos de transporte particular, principalmente (Cuadro A).

Por otra parte, se espera que el déficit de servicios no factoriales para el primer trimestre sea algo mayor al registrado en igual período de un año atrás, en tanto que el déficit por renta factorial alcance un nivel similar. A pesar de las menores utilidades de las empresas con capital extranjero que operan en el sector minero y petrolero, se seguirían observando presiones sobre la renta factorial por medio del pago de intereses de la deuda externa y de las utilidades obtenidas (remitidas y reinvertidas) por los sectores diferentes al minero-energético, esto como resultado del mayor crecimiento de la economía.

En relación con los flujos de capital, se estima que durante el primer trimestre de 2019 la IED habría sido algo mayor que la observada en igual período de 2018, y que habría estado impulsada por los recursos recibidos por los diferentes sectores, acorde con las favorables perspectivas de la economía colombiana y los mayores precios del petróleo. Por otra parte, la información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria muestra que entre enero y marzo se registró una caída anual de los recursos de inversión extranjera de portafolio del sector privado. Por el contrario, se obtendrían recursos provenientes de créditos externos, contratados principalmente por empresas del sector privado.

### 1.2.2.2 Estimaciones para todo 2019

Para el año completo se espera un retroceso en el valor de las exportaciones de petróleo, a diferencia de lo que ocurrió en 2018. Esto, acorde con el menor precio de exportación promedio, como se explicó en la primera sección de este capítulo. Asimismo, se prevé una moderación del crecimiento de las ventas externas de bienes industriales, en un contexto

de leve desaceleración del crecimiento de los principales socios comerciales y de una menor dinámica del comercio mundial.

En 2019 las importaciones de bienes continuarían registrando tasas positivas de crecimiento, aunque a un ritmo menor que el de 2018. Esto es coherente con una demanda interna que aumentaría más que el PIB, principalmente por la recuperación de la inversión privada. Ello se traducirá en mayores importaciones, en especial de insumos y bienes de capital para la industria.

Los menores ingresos por exportaciones para las firmas petroleras con IED deberán traducirse en una disminución de las utilidades por renta factorial. Adicionalmente, se proyecta un crecimiento de los ingresos de las inversiones colombianas en el exterior. Por su parte, el déficit por servicios seguiría disminuyendo, impulsado por las mayores exportaciones de este tipo de rubros, en especial por los ingresos asociados con el turismo. El menor precio internacional del petróleo reduciría el costo de los fletes y la contratación de servicios técnicos hacia ese sector. Finalmente, los ingresos por remesas continuarían contribuyendo positivamente al menor desbalance externo.

De esta manera, el déficit en la cuenta corriente proyectado para 2019 en el escenario central es de USD 14.302 m (4,3% del PIB) (Cuadro 1.3). Frente a 2018, el mayor déficit en la cuenta corriente estimado para 2019

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

|   | 2014    | 2015    | 2016    | 2017 (pr) | 2018 (pr) | 2019 (proy) |
|---|---------|---------|---------|-----------|-----------|-------------|
| Cuenta corriente (A + B + C)                              | -19.762 | -18.564 | -12.027 | -10.296   | -12.661   | -14.302     |
| Porcentaje del PIB  | -5,2    | -6,3    | -4,2    | -3,3      | -3,8      | -4,3        |
| A. Bienes y servicios                                     | -11.863 | -18.267 | -12.679 | -8.488    | -9.125    | -12.335     |
| B. Ingreso primario (renta de los factores)               | -12.521 | -5.727  | -5.228  | -8.405    | -11.141   | -10.260     |
| C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)       | 4.622   | 5.430   | 5.880   | 6.596     | 7.605     | 8.293       |
| Cuenta financiera (A + B + C + D)                         | -19.290 | -18.243 | -12.275 | -9.644    | -11.981   | -14.302     |
| Porcentaje del PIB  | -5,1    | -6,2    | -4,3    | -3,1      | -3,6      | -4,3        |
| A. Inversión directa (ii-i)                               | -12.268 | -7.505  | -9.333  | -10.147   | -5.888    | -6.723      |
| i. Extranjera en Colombia (IED)                           | 16.167  | 11.723  | 13.850  | 13.836    | 11.010    | 11.437      |
| ii. Colombiana en el exterior                             | 3.899   | 4.218   | 4.517   | 3.690     | 5.122     | 4.714       |
| B. Inversión de cartera                                   | -11.565 | -9.166  | -4.839  | -1.617    | 1.222     | -3.500      |
| C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados) | 106     | -1.988  | 1.731   | 1.606     | -8.502    | -7.636      |
| D. Activos de reserva                                     | 4.437   | 415     | 165     | 513       | 1.187     | 3.557       |
| Errores y omisiones (E Y O)                               | 472     | 321     | -249    | 652       | 679       | 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.

se explicaría, principalmente, por la ampliación del déficit comercial de bienes. Este deterioro estaría parcialmente compensado por el aporte positivo del resto de rubros.

Frente a lo esperado en el informe anterior, en esta ocasión se prevén unas condiciones financieras internacionales más laxas, las cuales incidirían en mayores flujos de capital extranjero hacia las economías emergentes, entre ellas la colombiana. En términos del financiamiento de la cuenta corriente, para 2019 se estima que continúen los flujos por otra inversión, originados tanto por contratación de nueva deuda como por liquidación de activos externos. Se prevé un crecimiento de los flujos de IED, impulsada por los recursos destinados a sectores diferentes de petróleo y minas, y se espera que se mantenga, aunque a un menor ritmo que el año anterior, la compra de TES por parte de extranjeros.

Por último, en la actualidad el Banco de la República mantiene activo un programa de acumulación de reservas internacionales mediante el mecanismo de subastas de opciones *put*. Estas subastas son de carácter contingente, se realizan mensualmente y su monto se anuncia solo en el momento de su convocatoria. La actual proyección de balanza de pagos solo contempla las compras realizadas en lo corrido de 2019 hasta el 10 de abril.

## Recuadro 1 Proceso de ajuste y ampliación del déficit en la cuenta corriente

Camilo Cárdenas Hurtado  
David Camilo López\*

En ocasiones la demanda por bienes y servicios en una economía supera su capacidad para financiarla con recursos propios. Cuando un país cuenta con acceso a los mercados financieros internacionales, dicho desbalance entre la generación de ingresos y el ritmo en el que se gastan se financia con recursos externos. En términos macroeconómicos, la cuenta corriente (CC) se define como la diferencia entre el ingreso nacional de un país y su demanda interna, o como el faltante entre el ahorro nacional y la inversión que se realiza durante un período determinado. Estos recursos pueden provenir de flujos de capital por concepto de inversiones directas, inversiones de portafolio, deuda o liquidación de activos externos. En este sentido, déficits persistentes en la CC generan una reducción del saldo de los activos externos o un aumento de las obligaciones con acreedores internacionales, lo cual se traduce en un eventual deterioro de la posición de un país en términos de inversión internacional.

Tal fue el caso colombiano entre 2006 y 2014. En efecto, el crecimiento del PIB durante dicho período fue, en promedio, del 4,8%, mientras que el de la demanda interna fue del 5,9%. Entretanto, el déficit en la CC de la balanza de pagos pasó de 1,8% del PIB en 2006 a 5,2% en 2014. Como se ha reseñado en numerosas ocasiones, la fuerte disminución de los términos de intercambio desde mediados de 2014 afectó negativamente el aparato productivo del país y llevó a una fuerte contracción de los ingresos externos. La consecuente desaceleración del crecimiento del PIB dio cuenta de los efectos de este choque sobre la actividad real. Como se explicará, el proceso de ajuste macroeconómico que se observó entre 2015 y 2017 se reflejó en la dinámica de la CC y sus componentes, tanto por el lado de la balanza de pagos (BP) como por el de las cuentas nacionales (CN).

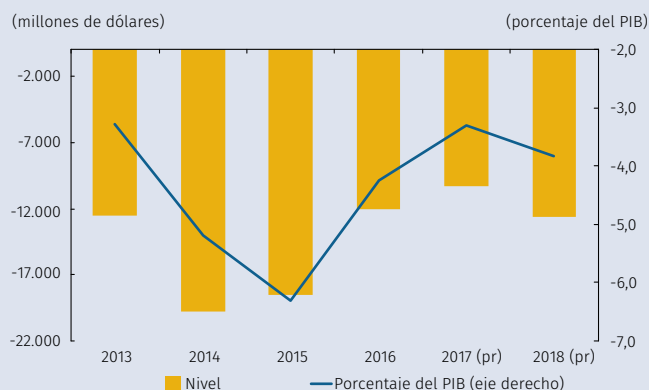
\* Los autores son, en su orden, profesional especializado y profesional experto del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones, posibles errores y omisiones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

En este recuadro se analiza la reciente evolución y ampliación del déficit en la CC del año pasado en los frentes mencionados. Según la información disponible, en 2018 el déficit corriente de la BP se amplió de nuevo. Este desbalance externo sugiere que el ajuste que se venía observando hasta 2017 se habría interrumpido. Según las cuentas de la BP, dicha ampliación ocurrió por un incremento de las importaciones de bienes y unos egresos por renta factorial que no fueron compensados por el buen comportamiento de las ventas externas de bienes mineroenergéticos en dólares. Esto es coherente, por otro lado, con lo observado para el caso de las cifras de las CN. Según estas, la ampliación del déficit de 2018 habría estado relacionada con un incremento en la tasa de inversión privada y, en menor medida, con un menor nivel de ahorro público asociado con un aumento del consumo de este sector.

### 1. Evolución reciente de la cuenta corriente según la balanza de pagos

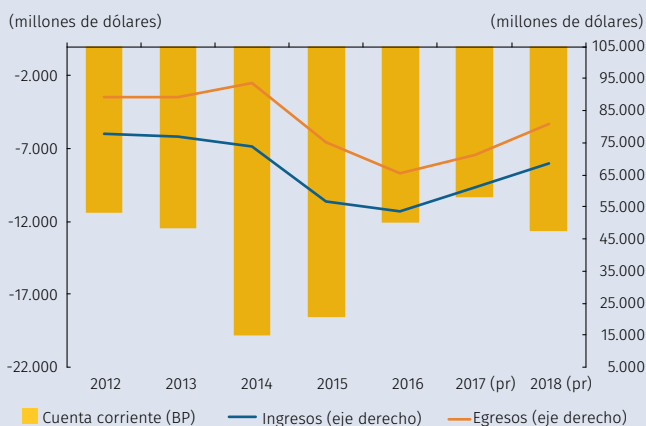
La disminución de los términos de intercambio en 2014 se tradujo inicialmente en una fuerte contracción de los ingresos por exportaciones del país, lo cual, sumado a las tasas de crecimiento que mantenían los egresos corrientes en un contexto de amplio financiamiento externo, implicó un incremento del déficit en la CC, el cual pasó de 3,3% a 5,2% del PIB entre 2013 y 2014 (Gráfico R1.1). Posteriormente, la economía colombiana empezó un período de ajuste. En el caso del sector externo, el proceso de la CC se podría dividir en dos etapas. La primera cubre hasta 2016, caracterizada por la caída de las exportaciones de bienes y un ajuste mayor de los egresos externos (Gráfico R1.2). La segunda hace referencia a 2017, cuando el déficit corriente siguió reduciéndose, pero favorecido por el repunte de las exportaciones de bienes y el crecimiento de otros ingresos externos, que en su conjunto superaron la moderada recuperación de las importaciones de bienes y servicios.

Gráfico R1.1  
Déficit en la cuenta corriente  
(balance como porcentaje del PIB y en millones de dólares)



(pr): preliminar.  
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico R1.2**  
Cuenta corriente, ingresos y egresos  
(balance en millones de dólares)



(pr): preliminar.  
Fuente: Banco de la República.

Entre 2014 y 2016 el déficit corriente se redujo de -5,2% del PIB en 2014 (USD -19.762 m) a -4,2% del PIB en 2016 (USD -12.027 m) (Gráfico R1.1). En este período, la dinámica de la CC estuvo asociada con la continua reducción de las exportaciones de bienes de origen minero y petrolero, y en menor medida de las industriales, las cuales se vieron afectadas por la caída de los precios internacionales y por el débil crecimiento de los socios comerciales. Sin embargo, el deterioro del ingreso nacional generado por la caída en los términos de intercambio, junto con la depreciación nominal, se reflejó en un ajuste del gasto de la economía, en especial en una menor demanda por bienes transables.

De esta forma, de 2014 a 2016 la reducción del déficit corriente se explicó principalmente por una caída significativa de las importaciones (USD -21.377 m; -28%) y de las utilidades de las empresas con capital extranjero (USD -7.142 m; -62%). El aumento de otros ingresos externos también aportó al menor déficit. El mayor acervo de capital nacional en el exterior, junto con el mejor retorno de los activos de cartera y de las reservas internacionales, se reflejó en un incremento de la rentabilidad de las inversiones en el exterior (USD 999 m; 25%). Los ingresos por remesas de trabajadores fueron más dinámicos (USD 758 m; 19%) y se observó una mejora en las exportaciones de servicios (USD 615 m; 9%), en particular las relacionadas con turismo, favorecidas por las mejores condiciones internas de seguridad y la depreciación del peso.

En 2017 se produjo una reducción adicional del déficit corriente, el cual se ubicó en 3,3% del PIB (USD 10.296 m), alcanzando el valor como proporción del PIB observado en 2013, previo al choque de precios del petróleo. A diferencia del período 2014-2016, este ajuste se caracterizó por un incremento simultáneo de los ingresos y egresos externos, aunque los primeros lo hicieron en una mayor proporción (Gráfico R1.2). La recuperación de los términos de intercambio y del crecimiento de los socios comerciales se reflejó

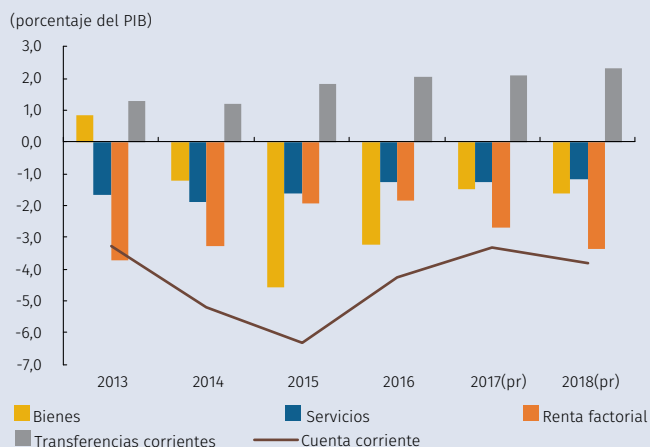
en un incremento de las exportaciones, aunque a niveles inferiores a los observados antes del choque petrolero. Los despachos al exterior de petróleo y carbón fueron los que más contribuyeron al crecimiento exportador, aunque el resto de exportaciones también se incrementó, pero en menor proporción. Los otros ingresos externos (la rentabilidad de las inversiones en el exterior, las exportaciones de servicios y las transferencias corrientes) siguieron contribuyendo al ajuste de la CC.

El ajuste ordenado de la CC entre 2014 y 2017 se vio favorecido por el acceso permanente y en condiciones favorables al financiamiento externo, el cual se originó principalmente en recursos por inversión extranjera directa y en pasivos adquiridos por el sector público (TES, bonos y préstamos). Esto último se vio reflejado en un aumento de la deuda pública tanto interna como externa, y a su vez concurda con la mayor participación del sector público en la diferencia ahorro/inversión de las CN que se describe más adelante.

Durante 2018 continuó el dinamismo de las principales fuentes de ingresos externos, impulsadas en mayor medida por las ventas externas de bienes mineroenergéticos. Sin embargo, este crecimiento no logró compensar en su totalidad el importante incremento que tuvieron las importaciones de bienes y los egresos por renta factorial. Esto último, consistente con el mayor crecimiento del gasto y la inversión local y con las mayores utilidades de las empresas con capital extranjero. Como resultado de lo anterior, el déficit en la CC se amplió en 2018, ubicándose en 3,8% del PIB, superior en USD 2.364 m (0,5 pp del PIB) al del año anterior.

Cuando se analiza por componentes, la mayor parte del incremento del déficit corriente en 2018 (0,5 pp) estaría siendo explicado por el aumento de los egresos netos por renta de los factores (0,7 pp) y, en menor medida, por el mayor déficit comercial de bienes (0,1 pp) (Gráfico R1.3). Por el contrario, los factores que contribuirían al cierre exter-

**Gráfico R1.3**  
Cuenta corriente y sus principales componentes



(pr): preliminar.  
Fuente: Banco de la República.

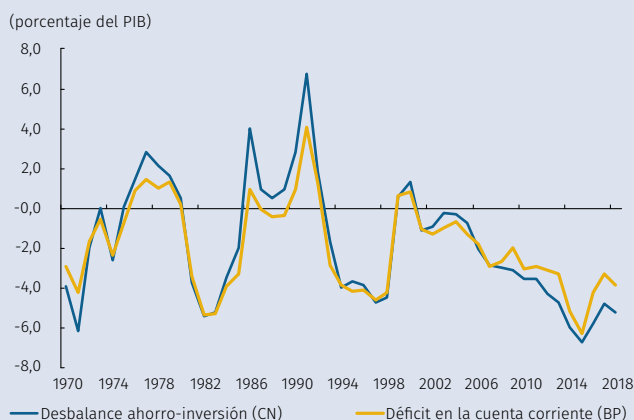
no serían la mejor dinámica de las transferencias (0,2 pp) y las menores importaciones netas de servicios (0,1 pp). Cabe destacar que los ingresos por remesas aumentaron 15,3% anual, superior a la tasa promedio observada entre 2015 y 2017 (10,4%), al tiempo que las exportaciones de servicios continuaron registrando tasas positivas de crecimiento, jalonadas por los mayores ingresos asociados con el turismo, los cuales aumentaron 12,7% en términos anuales.

## 2. Evolución reciente de la cuenta corriente según las cuentas nacionales

Para analizar la dinámica de la CC con las cifras de las CN, se utilizan las series anuales, en pesos corrientes, de ahorro e inversión agregadas de la economía. La desagregación con la que el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) publica esta información permite entender el papel que desempeñan los sectores público y privado en el comportamiento de la demanda por ahorro externo. Por sector público se entiende el Gobierno Nacional Central y los gobiernos regionales y locales. Entretanto, el sector privado comprende las sociedades financieras y no financieras<sup>1</sup>, los hogares, y las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares. Si bien existen diferencias metodológicas entre la BP y las CN, las dos mediciones del déficit corriente comparten una alta correlación histórica (Gráfico R1.4).

Previo al choque a los términos de intercambio, la ampliación del déficit de la CC por el lado de las CN obedeció a una dinámica importante de la inversión, que no lograba ser financiada por el ahorro interno de la economía colombiana. En efecto, según la publicación más reciente de las CN por parte del DANE, la tasa de inversión nominal llegó al 24,3%

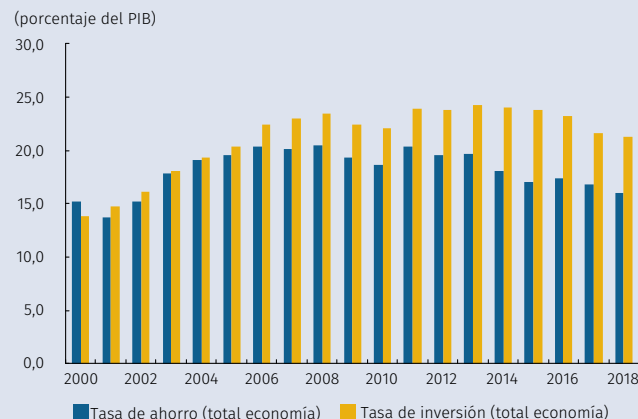
Gráfico R1.4  
Desbalance ahorro-inversión por CN y déficit en la cuenta corriente por BP



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

en 2013, la más alta de la década, mientras que la tasa de ahorro, 19,6%, fue similar a la observada en años anteriores (Gráfico R1.5). Tras la caída de los términos de intercambio, el ajuste macroeconómico empezó con una reducción más alta del ahorro nacional que de la inversión. Así las cosas, en 2015 el desbalance ahorro/inversión alcanzó su máximo desde 1970, y llegó a -6,7%.

Gráfico R1.5  
Desbalance ahorro-inversión por CN (tasas de ahorro e inversión)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Entre 2015 y 2017 se evidenció cómo el choque a los términos de intercambio afectó negativamente la tasa de inversión mediante diferentes canales de transmisión, aunque fue el sector privado el que mayor contribución realizó al ajuste. Por tipo de bien, la menor dinámica de la inversión se dio inicialmente en los rubros de maquinaria y equipo de transporte, la cual respondió de forma más rápida a los cambios en los precios relativos y al menor dinamismo del ingreso privado. La inversión en construcción también reaccionó, aunque en menor medida. La inversión pública, en contraste, fue más rígida y se mantuvo relativamente estable. Esta se concentró en la ejecución de recursos en obras de infraestructura.

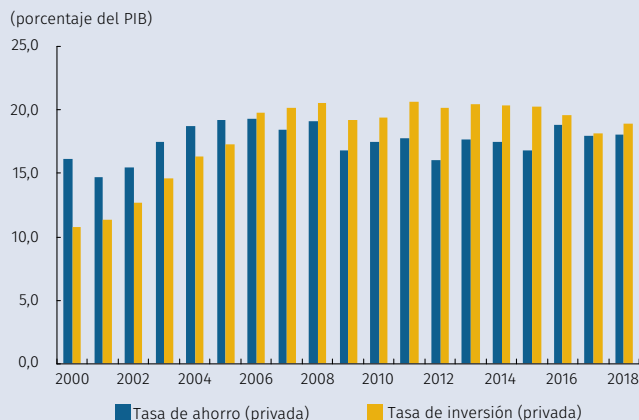
Por su parte, si bien la tasa de ahorro agregada de la economía no cambió significativamente entre 2015 y 2017, sí se observó un comportamiento heterogéneo entre sectores. El ahorro privado aumentó algo más que un punto porcentual del PIB, mientras que el ahorro público disminuyó. En efecto, desde 2016 se registraron tasas de desahorro para el sector público, lo que significa un endeudamiento neto del mismo. Lo anterior fue consistente con el aumento del déficit fiscal registrado en igual período (véase la revista ESPE, núm. 90; Gráfico R1.6, paneles A y B).

En conclusión, el desbalance ahorro/inversión pasó de -6,7% del PIB en 2015 a -4,8% en 2017 (Gráfico R1.7). Este ajuste fue impulsado por el sector privado, el cual redujo su tasa de inversión e incrementó su tasa de ahorro. Por su parte, el sector público mantuvo relativamente estable su tasa de inversión, mientras que su ahorro neto pasó de

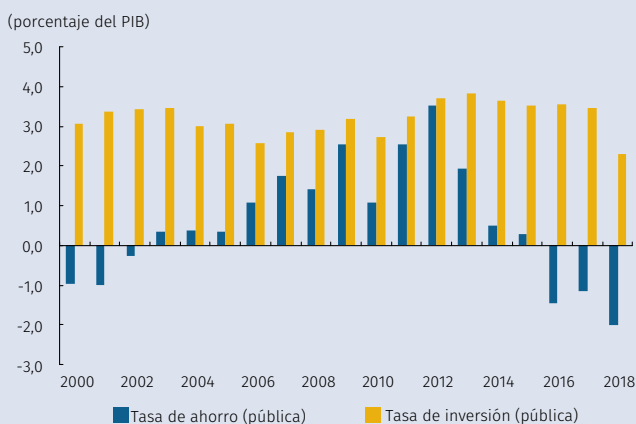
1 Includiendo empresas del sector real de naturaleza pública, como por ejemplo Ecopetrol y EPM.

Gráfico R1.6  
Balance ahorro-inversión por CN  
(tasas de ahorro e inversión)

A. Balance ahorro-inversión: sector privado



B. Balance ahorro-inversión: sector público

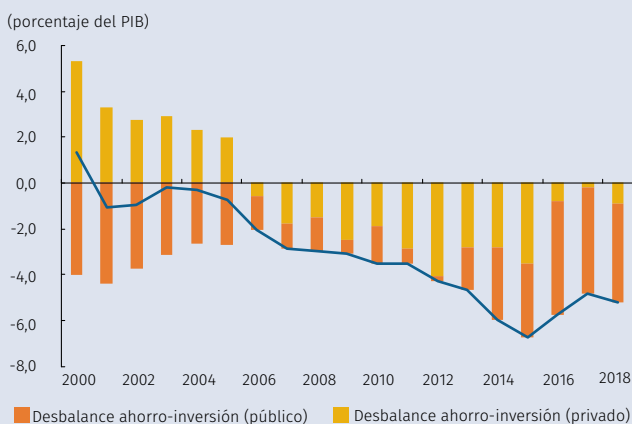


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

superávit a déficit. De esta forma, el desbalance ahorro/inversión se comenzó a explicar, principalmente, por el sector público, hecho opuesto a lo observado antes del inicio del choque petrolero, lo que profundizó lo que se conoce en la literatura como *déficits gemelos*.

No obstante, el déficit corriente de 2018 se amplió nuevamente frente al registro de 2017. Según estimaciones del equipo técnico, utilizando las cifras más recientes de las CN. Al mayor déficit contribuyó más el sector privado que el público. En este sentido, la tasa de ahorro privada permaneció estable entre 2017 y 2018, pero su inversión aumentó en 0,8% del PIB. Entretanto, el ahorro del Gobierno habría sido más negativo, producto de un consumo público que registró crecimientos reales y nominales importantes, pero que habría sido compensado por un ajuste igualmente significativo de su tasa de inversión (Gráfico R1.7).

Gráfico R1.7  
Balance ahorro-inversión por sector institucional  
(Diferencias entre tasas de ahorro e inversión por sector institucional)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

## 02

## Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo

En el cuarto trimestre de 2018 la economía colombiana se expandió 2,9%, lo que implicó un crecimiento de 2,7% para todo el año. El anterior resultado se dio en un contexto en el que la demanda interna presentó un buen desempeño.

Durante 2018 se destacó el dinamismo de los sectores de actividades profesionales, científicas y técnicas, y administración pública y defensa. Por el contrario, la minería presentó un retroceso.

La información disponible para el primer trimestre de 2019 sugiere que el crecimiento económico se habría acelerado frente a los registros de 2018.

### 2.1. Comportamiento del PIB durante el cuarto trimestre de 2018 y todo 2018

De acuerdo con la publicación más reciente de las cifras de actividad económica por parte del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)<sup>6</sup>, el PIB del cuarto trimestre de 2018 registró una tasa de crecimiento anual de 2,8% en su serie original y de 2,9% en la serie corregida por estacionalidad y efectos calendario (Gráfico 2.1). Esta cifra estuvo algo por encima del pronóstico central presentado por el equipo técnico del Banco de la República en el anterior *Informe sobre Inflación*. Entre trimestres, el PIB se expandió 0,6%, lo que correspondió a un anualizado de 2,4%.

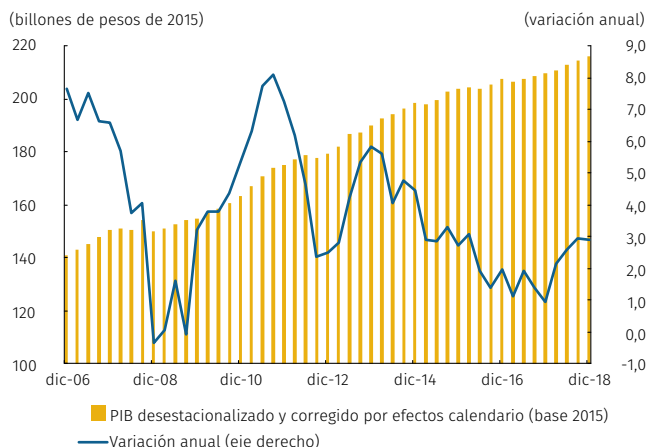
<sup>6</sup> Corresponden a los datos publicados el 28 de febrero. Al momento de realizar este informe, no se conocían las nuevas cifras del PIB, dadas a conocer por el DANE en mayo 15.

Así las cosas, la economía colombiana mejoró su desempeño económico en 2018, al crecer 2,7%, cifra que está por encima de lo registrado un año atrás (1,4%).

La recuperación de la economía se concentró, sobre todo, durante la segunda mitad del año. Buena parte del mejor desempeño se derivó de un mayor dinamismo de la absorción. Este componente del PIB contribuyó de manera positiva al crecimiento en todos los trimestres del año.

En particular, en el cuarto trimestre la demanda interna registró una expansión de 4,5%, significativamente por encima de la del PIB. Este resultado fue impulsado principalmente por la inversión, más que por el consumo total. Por otro lado, si bien el ritmo de expansión de las exportaciones se aceleró, las importaciones aumentaron a una tasa de dos dígitos (Cuadro 2.1). Así, la contribución de las exportaciones netas fue más negativa que en períodos anteriores.

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         | 2018    |          |           |          | 2018         |
|---|--------------|---------|----------|-----------|----------|--------------|
|   | Año completo | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. | Año completo |
| Gasto de consumo final                      | 2,4          | 3,9     | 4,4      | 3,8       | 3,6      | 3,9          |
| Gasto de consumo final de los hogares       | 2,1          | 3,4     | 3,9      | 3,6       | 3,3      | 3,5          |
| Bienes no durables                          | 3,1          | 4,4     | 5,2      | 3,9       | 3,6      | 4,2          |
| Bienes semidurables                         | 0,8          | 3,0     | 5,1      | 5,3       | 4,4      | 4,4          |
| Bienes durables                             | -4,3         | 6,4     | 8,1      | 5,3       | 5,6      | 6,3          |
| Servicios                                   | 2,7          | 2,8     | 2,6      | 2,4       | 2,5      | 2,6          |
| Gasto de consumo final del Gobierno general | 3,8          | 6,0     | 5,9      | 6,2       | 5,4      | 5,9          |
| Formación bruta de capital                  | -3,2         | -2,3    | -1,8     | 8,7       | 9,9      | 3,5          |
| Formación bruta de capital fijo             | 1,9          | -0,9    | -2,8     | 2,9       | 5,4      | 1,1          |
| Vivienda                                    | -1,9         | -4,8    | -1,0     | 0,9       | 5,8      | 0,0          |
| Otros edificios y estructuras               | 4,6          | -2,2    | -2,6     | 1,5       | 9,5      | 1,5          |
| Maquinaria y equipo                         | 1,4          | 8,8     | -0,8     | 0,2       | -3,8     | 1,0          |
| Recursos biológicos cultivados              | 0,3          | -2,7    | 2,0      | 7,6       | -2,6     | 0,9          |
| Productos de propiedad intelectual          | 2,5          | 4,0     | 5,3      | 4,7       | 4,1      | 4,5          |
| Demanda interna                             | 1,2          | 3,5     | 3,3      | 4,0       | 4,5      | 3,8          |
| Exportaciones                               | 2,5          | -0,2    | 0,4      | 1,6       | 3,1      | 1,2          |
| Importaciones                               | 1,2          | 0,3     | 8,3      | 7,9       | 15,6     | 8,0          |
| PIB   | 1,4          | 2,2     | 2,6      | 2,9       | 2,9      | 2,7          |

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Al desagregar por componentes, la formación bruta de capital registró un buen crecimiento durante el cuarto trimestre, casi tan alto como aquellos observados durante la primera mitad de 2014, período previo al choque a los términos de intercambio. Este desempeño se explicó por lo sucedido tanto en la acumulación de existencias como en la formación bruta de capital fijo (FBCF). Dentro de este último rubro del PIB se destacó la dinámica de la inversión en construcción, tanto de vivienda como de otras edificaciones no residenciales y de obras civiles. En contraste, la inversión en maquinaria y equipo reportó una caída, a pesar del buen desempeño de las importaciones de bienes de capital.

**Durante el cuarto trimestre de 2018 se destacó el buen desempeño de la inversión.**

Con respecto al consumo, el privado se desaceleró un poco en el cuarto trimestre. En dicho período el consumo de bienes registró tasas de crecimiento marginalmente más bajas que las observadas a lo largo del año. El de servicios, por su parte, permaneció estable. A pesar de lo anterior, para el agregado del año se observó una recuperación importante del consumo de los hogares con respecto a la dinámica de 2017. Esto ocurrió en un contexto de inflación controlada, al igual que sus expectativas (con tendencia a la baja a medida que avanzaba el año, y que terminó alrededor del 3%). Además, la economía gozó de una oferta de crédito relativamente amplia, con bajas tasas de interés reales para los hogares, al tiempo que la confianza de los hogares cerró el año en niveles que fueron, en promedio, mayores que los de 2017.

El consumo público también se desaceleró en el cuarto trimestre, pero mantuvo una tasa de crecimiento superior a su promedio calculado desde 2006. Cuando se analiza el comportamiento de este rubro del PIB para el agregado del año, se hace evidente el efecto de los diferentes choques positivos sobre el gasto público (comicios electorales, de la contratación de personal para el censo poblacional y una mayor ejecución por parte de los gobiernos regionales). En efecto, el consumo público presentó una aceleración para el año completo, creciendo 5,9% en 2018 frente a 3,8% un año atrás.

Las exportaciones en pesos constantes se aceleraron en el cuarto trimestre, y alcanzaron la tasa de crecimiento más alta de 2018. A pesar de ello, las importaciones reales registraron un muy buen desempeño, como se anticipaba en el anterior informe, y cerraron el año con expansiones a tasas de dos dígitos.

Para el agregado del año se observó una desaceleración de las ventas al exterior, y un incremento significativo de la dinámica de las importaciones. En el primer caso, diferentes choques de oferta limitaron la expansión de las exportaciones de materias primas, en particular de carbón y de café. Asimismo, las de manufacturas y otros bienes se vieron afectadas por el mediocre comportamiento de la demanda externa observado a lo largo del año. En el segundo, se destacaron los aumentos en las compras de bienes de consumo duradero, bienes intermedios, y bienes de capital. Con todo lo anterior, el déficit comercial en pesos reales se amplió en 2018 frente al de 2017.

**En 2018 se desaceleró el crecimiento de las exportaciones y se aceleró significativamente el de las importaciones.**

Por el lado de la oferta, las ramas de actividad más dinámicas durante el cuarto trimestre de 2018 fueron, en su orden, la construcción; la rama de administración pública y defensa, educación, salud y servicios sociales, y el sector de actividades profesionales, científicas y técnicas. Por su parte, el sector agropecuario y la minería mostraron poco dinamismo. Ninguna rama presentó reducciones anuales durante este período.

Para todo 2018 los sectores que más crecieron fueron el de actividades profesionales, científicas y técnicas, y el de administración pública y defensa, educación, salud y servicios sociales. Por el contrario, la minería fue la única rama que mostró un decrecimiento (Cuadro 2.2).

Cuadro 2.2

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

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La agricultura presentó una desaceleración importante en 2018, luego del buen dinamismo que había registrado un año atrás. Dentro de esta rama de actividad resaltó la caída en el crecimiento del renglón de cultivos (que pasó de 6,7% en 2017 a 1,5% en 2018), principalmente debido a la significativa contracción en la producción de café (de 4,5%). Según el gremio, esta estuvo afectada por las condiciones climáticas desfavorables (exceso de lluvias) durante el segundo semestre del año. Del mismo modo, la ganadería (que incluye la parte pecuaria) registró un menor dinamismo durante 2018, al crecer 3,6% frente a 4,2% en 2017. A este resultado contribuyeron los menores crecimientos de las producciones de leche, pollo y huevos.

Por su parte, la minería registró una nueva contracción en 2018, pero menor que la observada un año atrás. Dentro de este rubro, la producción de carbón mostró un retroceso de mayor magnitud que el registrado en 2017, al caer 6,7%. Según el Ministerio de Minas, este resultado se atribuye, en parte, a las lluvias que afectaron las operaciones en los principales yacimientos. Contrarrestando parcialmente el resultado anterior, la producción de petróleo pasó de caer 3,9% en 2017 a crecer 1,4% en 2018.

La industria manufacturera total reportó una significativa recuperación durante 2018, al crecer 2,0% frente a la caída de 1,8% en 2017. Cuando se excluye refinación de petróleo, el resto de la industria se expandió 1,7% (frente a -2,5% en 2017). Dentro de este último grupo se destacan los desempeños positivos de fabricación de sustancias químicas (2,8%) y procesamiento y conservación de carne (5,6%), que registraron las mayores contribuciones al crecimiento sectorial. El ítem de refinación de petróleo creció 4,3% anual.

Por otro lado, la construcción registró un crecimiento casi nulo en 2018. El importante crecimiento del sector durante el segundo semestre contrarrestó la fuerte caída durante la primera mitad del año. Por componentes, la construcción de edificaciones creció moderadamente, lo que supuso una significativa recuperación frente a la contracción de 5,2% de este renglón en 2017. Con respecto a las obras civiles, los retrasos en la ejecución de las vías de cuarta generación (4G), generados por las demoras en los cierres financieros de varios proyectos, contribuyeron a los retrocesos observados en el primer semestre. Sin embargo, dicha dinámica se revirtió en el último trimestre, de la mano de las ejecuciones de las administraciones locales y, en alguna medida, de las de los proyectos de 4G.

Por último, algunos sectores relacionados con servicios aportaron de forma importante al crecimiento durante 2018. Es el caso del sector de administración pública y defensa, educación y salud, con un peso significativo dentro del PIB, el cual presentó un crecimiento destacable consistente con la dinámica del gasto público. No obstante, otros renglones relacionados con servicios presentaron desaceleraciones. Es el caso del sector de actividades financieras y de seguros, que pasó de crecer 5,4% en 2017 a 3,1% en 2018.

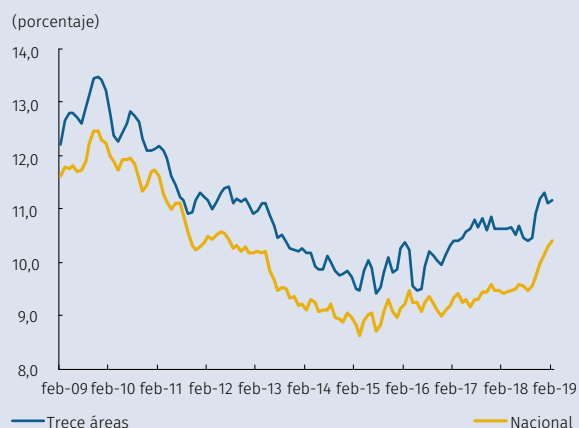
**En 2018 la actividad agropecuaria se desaceleró frente a los registros de 2017.**

**La construcción presentó un crecimiento casi nulo en 2018, con un repunte importante durante el segundo semestre.**

## Comportamiento del mercado laboral durante el bimestre enero-febrero

A pesar de alguna mejoría marginal de la ocupación con respecto al último trimestre del año pasado, en el bimestre enero-febrero la tasa de desempleo (TD) mantuvo unos niveles relativamente altos para las trece áreas y se deterioró para el total nacional (una vez se tienen en cuenta los efectos estacionales, Gráfico A), por cuenta de que el exiguo crecimiento de la ocupación no compensó el incremento de la participación. Asimismo, comparada con los mismos meses del año anterior, la TD en el trimestre móvil a febrero aumentó en todos los dominios geográficos (Gráfico B). Hacia los próximos meses se podrían generar reducciones moderadas en la TD, dados los pronósticos para la actividad económica de este informe; no obstante, no se espera una recuperación pronunciada del mercado laboral<sup>1</sup>.

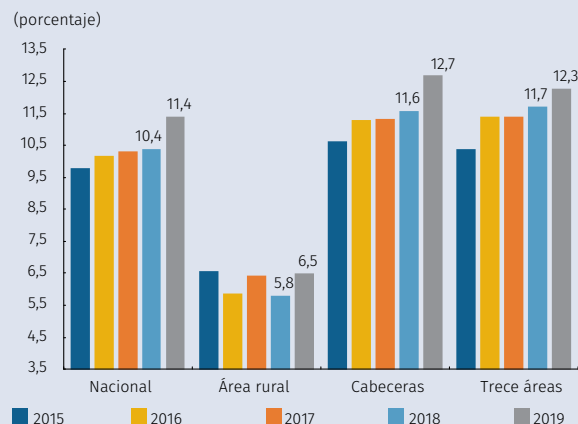
**Gráfico A**  
Tasa de desempleo  
(trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH).

Luego de descontar los efectos estacionales, la oferta laboral, medida con la tasa global de participación (TGP), y la demanda laboral, medida con la tasa de ocupación (TO), aumentaron levemente frente a los niveles de finales de año (Gráfico C, paneles A y B), especialmente en el total nacional. En este último dominio el aumento de la oferta fue más acentuado que el de la demanda, lo que explica el crecimiento de la TD en el trimestre. En las trece áreas el incremento en ambas

**Gráfico B**  
Tasa de desempleo  
(trimestre móvil diciembre-enero-febrero)



Fuente: DANE (GEIH).

tasas fue más moderado y de similar magnitud, por lo que la TD se mantuvo estable con respecto a los niveles de finales de 2018.

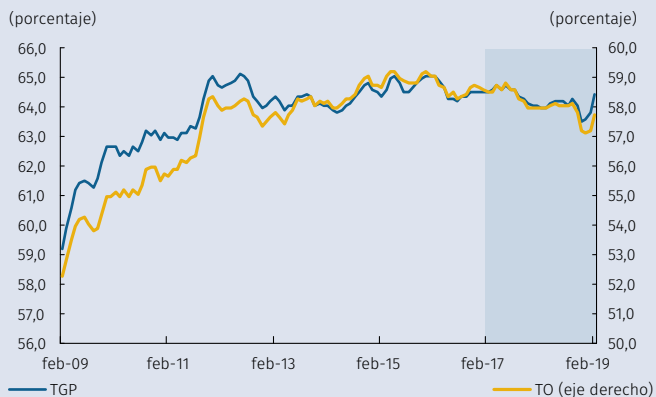
Acorde con la leve recuperación de la TO, el empleo en el total nacional y en las trece áreas aumentó en el primer bimestre, luego de las caídas observadas a finales del año pasado (Gráfico D, paneles A y B). Por ramas de actividad, los servicios comunales, sociales y personales y la construcción se mantuvieron como las ramas de mejor comportamiento en la generación de empleo en el total nacional, mientras que las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler fue el sector que más restó en este dominio.

Los ocupados en las zonas urbanas también registraron un aumento, en comparación tanto al trimestre anterior como a los niveles de hace un año. Este incremento se reflejó, especialmente, en los asalariados y en los formales, con crecimientos anuales de 1,2% y 2,6%, respectivamente (Gráfico E y Gráfico F). Sin embargo, las variaciones positivas en estos segmentos fueron compensadas, en parte, por disminuciones del número de ocupados no asalariados y de ocupados informales. Por ramas de actividad, la construcción se mantiene como una de las ramas de mejor comportamiento en la generación de empleo urbano, mientras que las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler fue el sector con mayor contribución negativa.

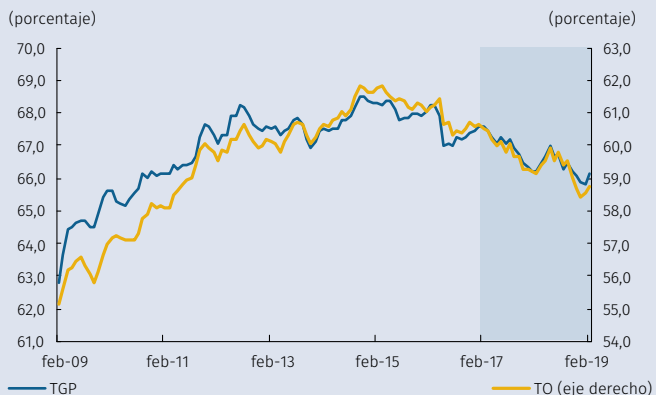
<sup>1</sup> Para un análisis más detallado de la coyuntura del mercado laboral, véase el *Reporte del Mercado Laboral* del Banco de la República.

**Gráfico C**  
Tasa global de participación y tasa de ocupación  
(series desestacionalizadas)

**A. Total nacional**



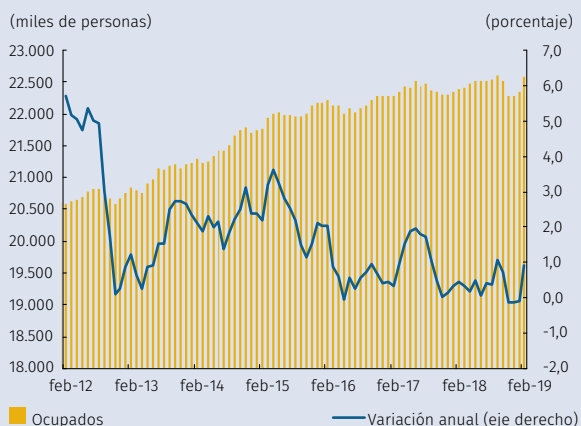
**B. Trece áreas**



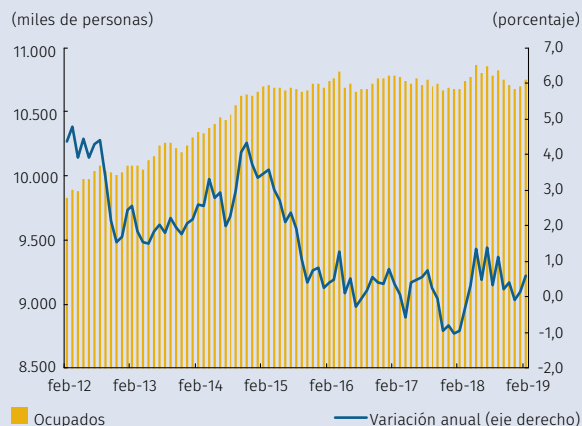
Fuente: DANE (GEIH).

**Gráfico D**  
Número de ocupados  
(desestacionalizados y variación anual)

**A. Total nacional**

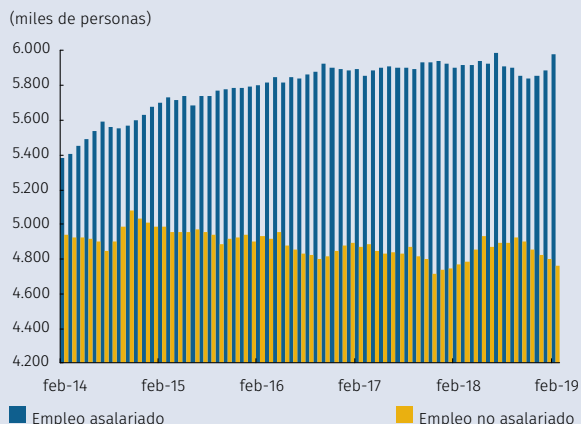


**B. Trece principales áreas metropolitanas**



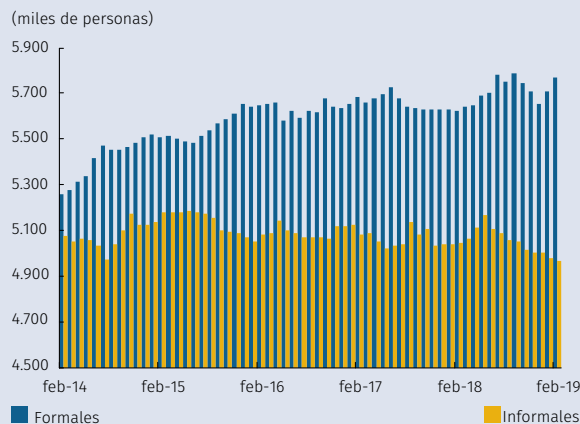
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

**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.

## 2.2. El PIB del primer trimestre de 2019

A partir de la nueva información disponible para el primer trimestre de 2019, el equipo técnico del Banco de la República estima que el PIB (corregido por estacionalidad y efectos calendario) se habría expandido a una tasa anual de 3,2% en dicho período. Este resultado, que sería similar al crecimiento potencial de largo plazo de la economía colombiana, representa una aceleración frente al registro de finales del año pasado.

La demanda interna habría continuado con el buen dinamismo registrado durante la segunda mitad del año pasado, y su crecimiento habría aumentado en los primeros tres meses de 2019. En particular, la inversión y el consumo público continuarían desempeñando un papel importante en el comportamiento de la economía colombiana. Por el contrario, los resultados recientes de los indicadores de comercio exterior permiten prever una contribución más negativa de las exportaciones netas al crecimiento del PIB.

Para la formación bruta de capital se estima que el mayor impulso habría provenido de la construcción y del gasto en maquinaria y equipo. En el primer caso, se espera que el rubro de obras civiles y de construcciones no residenciales haya registrado una mayor dinámica en el primer trimestre frente al comportamiento observado para el agregado de 2018. Esto, en gran parte, gracias a una mayor ejecución por parte de los gobiernos regionales y locales, así como por los avances en las vías 4G y otras obras de infraestructura. Para la construcción de vivienda, por su parte, se espera una desaceleración del crecimiento anual, debido a la alta base de comparación en igual período de 2018, aunque habría una expansión entre trimestres. Para el caso de maquinaria y equipo se

**Se prevé una aceleración de la demanda interna durante el primer trimestre de 2019.**

prevén aceleraciones hacia tasas de crecimiento positivas, luego de las caídas registradas a finales del año pasado.

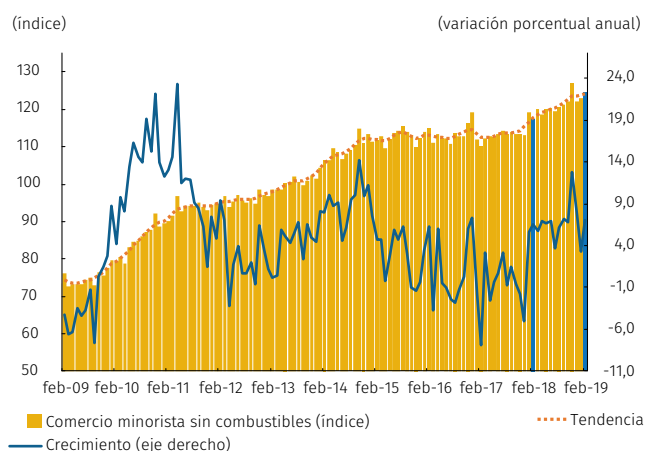
Por su parte, para el consumo público el equipo técnico supone un buen crecimiento anual durante el primer trimestre. No obstante, este desempeño implicaría una desaceleración en términos trimestrales. El buen comportamiento interanual obedecería, en gran medida, a una baja base de comparación en igual período de 2018, pero el registro entre trimestres sugiere un ajuste ordenado para este rubro del PIB, compatible con el cumplimiento de la meta fiscal, como se ha venido anticipando en informes anteriores. El pronóstico no supone impactos por la reciente ampliación de la meta fiscal de 2019 aprobada por el Comité Consultivo de la Regla Fiscal.

Con respecto al consumo de los hogares, el equipo técnico prevé una desaceleración del crecimiento anual de este rubro durante el primer trimestre de 2019, según lo sugieren los resultados más recientes de los indicadores disponibles. La menor dinámica obedecería, en buena parte, a una base alta de comparación en igual período de 2018. No obstante, cabe señalar que en términos trimestrales se sigue esperando una expansión en todos los rubros que componen este agregado del PIB, y que se mantendría la tendencia creciente en niveles que mostró a lo largo del año pasado.

Finalmente, el pronóstico de crecimiento del PIB contempla una demanda externa neta que estaría contribuyendo de manera negativa. La dinámica de las exportaciones reales sería menor que la del cuarto trimestre de 2018, en parte por los malos resultados de las ventas al exterior de carbón mineral. Por su lado, las importaciones habrían registrado un crecimiento importante, a una tasa anual de dos dígitos, pero algo menor que el registro de finales del año pasado. Con esto, el déficit comercial en pesos constantes se habría ampliado durante los primeros tres meses del año.

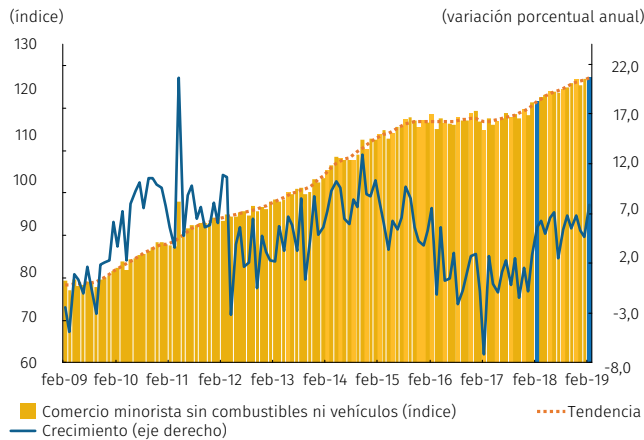
Los resultados de los diferentes indicadores coyunturales respaldan el escenario de pronóstico descrito. En principio, el comercio minorista de bienes mostró un comportamiento satisfactorio durante los primeros dos meses de 2019. Con cifras a febrero, el índice de ventas sin combustibles de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del DANE creció 7,1% anual en su serie original (Gráfico 2.2). El agregado de este índice para el bimestre enero-febrero lo hizo un 5,1%. Si bien esta cifra es menor que el 9,0% registrado para el agregado del cuarto trimestre de 2018, la tendencia es positiva y permite prever que la buena dinámica de este tipo de ventas se mantenga. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante reportó

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



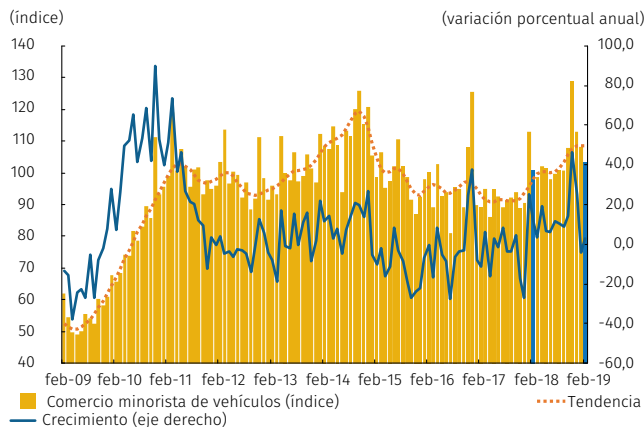
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



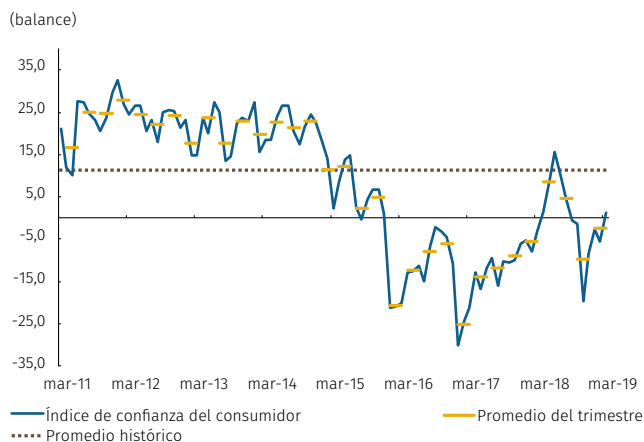
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 2.4**  
*Encuesta mensual del comercio al por menor*  
 (comercio minorista de vehículos automotores, desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 2.5**  
 Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

un incremento anual del 7,9% en febrero (Gráfico 2.3), y de 6,2% para el bimestre, lo que muestra una aceleración frente al 5,8% del último trimestre de 2018.

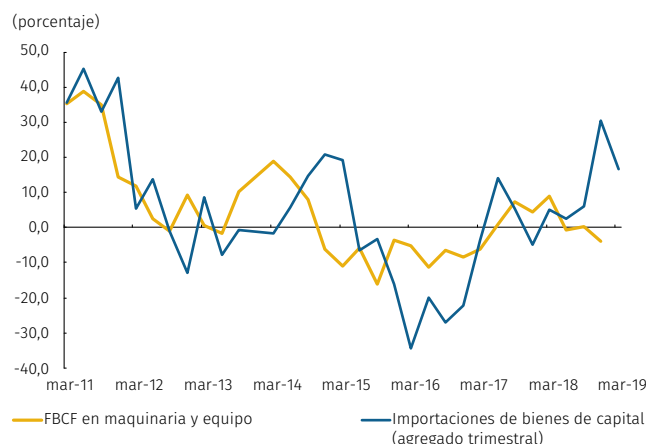
Luego de un buen cuarto trimestre, en el que las ventas de vehículos aumentaron 28,8% anual en el marco del XVI Salón del Automóvil de Bogotá, las ventas minoristas de automotores se desaceleraron y cayeron 0,8% en el primer bimestre de 2019 (Gráfico 2.4). Por su parte, los registros de matrículas publicados por la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) aumentaron 3,3% en marzo frente al mismo mes del año pasado. Para el agregado del primer trimestre de 2019, el aumento anual fue de 0,6%, una desaceleración significativa con respecto al 22,1% de finales del año pasado. La información anterior sugiere un crecimiento moderado del consumo de bienes durables para el primer trimestre de 2019.

Otros indicadores auxiliares que mantienen una alta correlación histórica con el desempeño del consumo de los hogares también apuntan a un crecimiento moderado de este rubro en el primer trimestre. En primer lugar, el índice de confianza del consumidor (ICC) aumentó en marzo, ubicándose en terreno positivo, y por encima de los registros observados desde septiembre del año pasado. Sin embargo, aunque el promedio del agregado de los primeros tres meses del año fue mayor que el de finales de 2018, este continúa siendo significativamente menor que su promedio calculado desde 2001 (Gráfico 2.5). Por su parte, con cifras a enero, la serie desestacionalizada del balance de ventas de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República mantuvo los niveles de trimestres anteriores, sugiriendo pocos cambios en la dinámica del consumo de los hogares.

Con respecto a las proyecciones de la FBCF, las series de importaciones de bienes de capital en pesos constantes permiten prever una buena dinámica para la inversión en maquinaria y equipo del primer trimestre (Gráfico 2.6). Algo similar sugiere la serie desestacionalizada del balance de expectativas de inversión de la EMEE, la cual muestra una pendiente positiva.

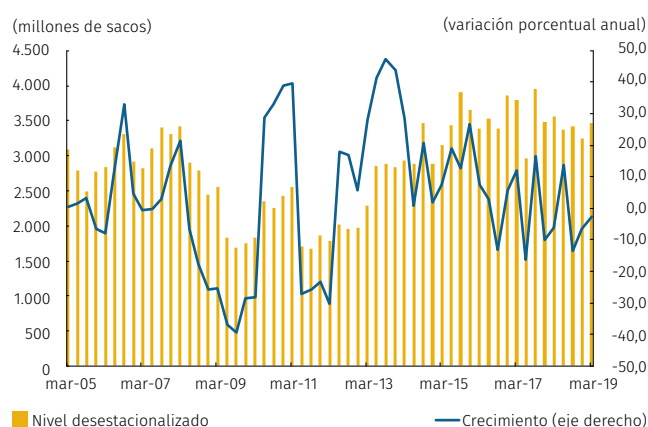
Por ramas de actividad, los indicadores disponibles, aunque con diferencias según el sector, también apuntan a una expansión del PIB mayor que la registrada en el último trimestre de 2018. Se anticipa un desempeño favorable para la minería, la industria y

**Gráfico 2.6**  
Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de maquinaria y equipo (variación anual)



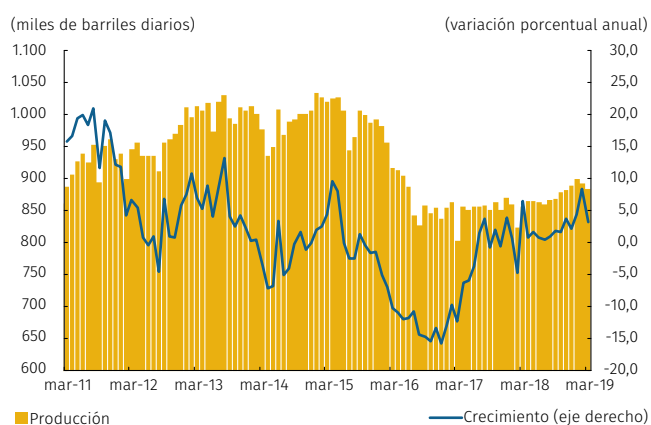
Fuentes: DANE (comercio exterior y cuentas nacionales) y DIAN; cifras llevadas a términos reales, cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 2.7**  
Producción de café (trimestral y crecimiento anual)



Fuente: ANH; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 2.8**  
Producción de petróleo (mensual y crecimiento anual)



Fuente: ANH; cálculos del Banco de la República.

la construcción. Entretanto, las noticias sobre el PIB agropecuario revelan alguna debilidad de este sector.

En lo que respecta al sector agropecuario, se espera que este continúe con un crecimiento bajo en el primer trimestre de 2019. Lo anterior se sustenta en el débil desempeño que tendría el renglón de cultivos, el cual se vería afectado por la caída de 1,9% en producción de café en el período enero-marzo, según la Federación Nacional de Cafeteros (Gráfico 2.7). No obstante, la producción del resto de cultivos habría compensado parcialmente dicho comportamiento. Por su parte, la ganadería habría presentado una desaceleración, pues según la *Encuesta de sacrificio de ganado* del DANE, en el primer bimestre del año el sacrificio de ganado vacuno se contrajo en términos anuales y el de ganado porcino se desaceleró.

En la minería, para el primer trimestre se anticipa una expansión mayor a la registrada al cierre de 2018, sustentada principalmente en una base de comparación favorable en los primeros meses de ese año. En particular, se prevé una aceleración significativa para la producción de petróleo y gas que, según cifras de la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH), crecieron 5,4% (Gráfico 2.8) y 14,5% anual, respectivamente a marzo. Para el caso de la producción de carbón, se espera que esta continúe en niveles relativamente bajos y similares a los de un trimestre atrás, con lo cual seguiría contrayéndose en términos anuales, aunque en menor medida que a finales de 2018.

La industria manufacturera, que durante 2018 se recuperó de forma notable, habría mostrado de nuevo un crecimiento satisfactorio en los primeros meses de 2019. Según la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, la producción total sectorial creció 2,9% en promedio durante el bimestre enero-febrero (3,0% para la serie ajustada por efectos estacionales y calendario). Pese a ello, el componente tendencial de la serie revela alguna moderación en la aceleración del sector (Gráfico 2.9).

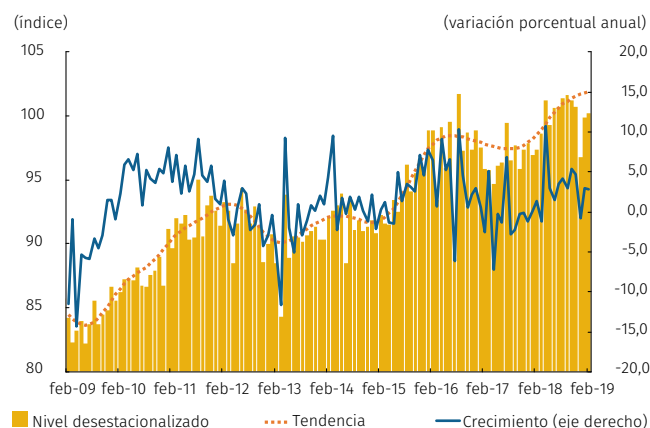
En cuanto a la construcción, la información disponible permite prever, para los primeros meses de 2019, un crecimiento anual similar al del cuarto trimestre de 2018. Tanto la producción como los despachos de

cemento crecieron satisfactoriamente en el primer trimestre del año (4,2% y 3,3%, respectivamente), aunque estos valores representan una leve desaceleración frente a los registros del último trimestre del año anterior. Por otro lado, las estadísticas de producción de concreto muestran una aceleración significativa en su tasa de crecimiento anual para comienzos de 2019.

Finalmente, para los sectores relacionados con servicios se espera que, para el inicio de 2019, haya continuado el dinamismo que mostraron al cierre de 2018. En particular, se esperan crecimientos anuales importantes para las ramas de información y comunicaciones y de actividades financieras y de seguros, favorecidos por una baja base de comparación en el inicio del año anterior.

Con las cifras anteriores, el equipo técnico estima que el crecimiento del PIB para el primer trimestre de 2019 habría sido de 3,2%. Es importante señalar que los pronósticos aquí presentados enfrentan un margen de incertidumbre adicional, en la medida en que durante el cuarto trimestre del año pasado (y en general para todo 2018) se debilitó la correlación histórica que existía entre varios de los indicadores coyunturales y los renglones del PIB. Dicho lo anterior, no se descartan revisiones a la serie histórica del producto y de sus componentes.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

# 03

## Desarrollos recientes de la inflación

La inflación anual al consumidor se mantuvo en niveles algo superiores al 3,0% durante el primer trimestre, cerrando en marzo un poco por debajo de lo esperado.

La inflación básica siguió descendiendo durante el primer trimestre, situándose por debajo de la meta y con resultados también inferiores a los previstos.

El cambio en la medición del IPC, una indexación a menores niveles, excesos de capacidad productiva y la poca transmisión de la depreciación acumulada explican el bajo nivel de la inflación básica y su tendencia decreciente.

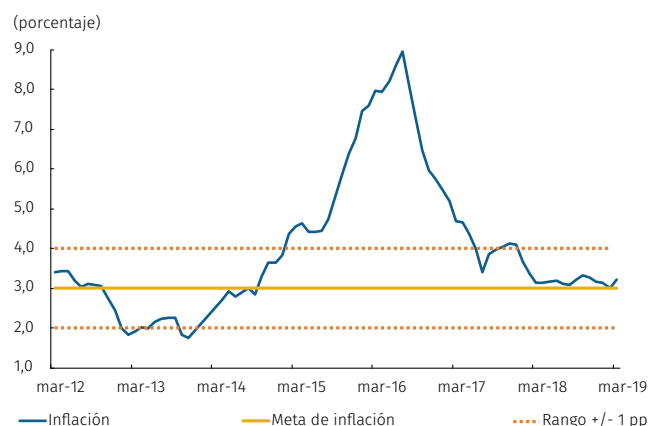
Alimentos y regulados ejercieron presiones alcistas sobre la inflación anual en el primer trimestre.

### 3.1 Comportamiento general

Al finalizar el primer trimestre de 2019 la inflación anual al consumidor se situó en 3,21%, una cifra que estuvo por debajo de lo esperado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior. Con estos resultados, la inflación anual al consumidor completó un año de relativa estabilidad, con fluctuaciones moderadas alrededor de una cifra ligeramente superior a la meta puntual de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) (Gráfico 3.1 y Cuadro 3.1). La inflación anual descendió en los dos primeros meses del año, pero en marzo aumentó, impulsada por los precios de los alimentos y de algunos servicios públicos. Aun así, el dato este último mes fue muy similar al de diciembre de 2018 (3,18%).

La inflación básica, por su parte, mantuvo una tendencia decreciente en el primer trimestre del año. En particular, el promedio de los indicadores de inflación básica

Gráfico 3.1  
Índice de precios al consumidor (IPC)  
(variación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

cayó en enero y febrero por debajo de la meta del 3,0%, siendo la primera vez que esto sucede desde finales de 2014. En marzo se situó en 2,82%, por debajo del resultado de diciembre de 2018 (3,03%) y similar al de febrero.

El descenso de la inflación básica fue más marcado que el previsto en el *Informe sobre Inflación* de diciembre, a juzgar por el comportamiento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) sin alimentos ni regulados -variable de pronóstico en este documento (véase el capítulo 4)- cuyo registro a marzo fue de 2,38% (frente a 2,64% de diciembre). El resto de indicadores también disminuyeron en los primeros tres meses del año: el IPC sin alimentos (3,26%), el núcleo 20 (3,09%) y el IPC sin alimentos perecederos, servicios públicos ni combustibles (2,57%) (Gráfico 3.2 y Cuadro 3.1).

Cuadro 3.1  
Inflación, principales componentes e indicadores de inflación básica  
(a marzo de 2019)

| Descripción   | Ponderaciones nuevo IPC <sup>a/</sup> | Mar-18 | Jun-18 | Sep-18 | Dic-18 | Ene-19 | Feb-19 | Mar-19 |
|---|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Total   | 100,00                                | 3,14   | 3,20   | 3,23   | 3,18   | 3,15   | 3,01   | 3,21   |
| Sin alimentos <sup>b/</sup>                                       | 76,16                                 | 4,05   | 3,81   | 3,71   | 3,48   | 3,46   | 3,14   | 3,26   |
| Transables  | 19,16                                 | 1,80   | 1,83   | 1,57   | 1,09   | 0,99   | 0,80   | 0,90   |
| No transables   | 42,31                                 | 4,76   | 4,27   | 4,13   | 3,79   | 3,87   | 3,38   | 3,29   |
| Regulados   | 14,69                                 | 6,01   | 5,82   | 6,03   | 6,37   | 6,08   | 5,72   | 6,42   |
| Alimentos <sup>c/</sup>   | 23,84                                 | 0,98   | 1,74   | 2,05   | 2,43   | 2,56   | 2,84   | 3,26   |
| Perecederos   | 3,15                                  | 7,13   | 8,47   | 9,51   | 8,88   | 8,89   | 8,32   | 9,98   |
| Procesados  | 11,90                                 | -2,01  | -0,91  | -0,72  | -0,08  | 0,22   | 0,64   | 1,43   |
| Comidas fuera del hogar   | 8,79                                  | 3,32   | 3,13   | 3,32   | 3,68   | 3,68   | 3,97   | 3,43   |
| Indicadores de inflación básica                                   |                                       |        |        |        |        |        |        |        |
| Sin alimentos   |                                       | 4,05   | 3,81   | 3,71   | 3,48   | 3,46   | 3,14   | 3,26   |
| Núcleo 20   |                                       | 4,04   | 3,58   | 3,56   | 3,23   | 3,09   | 3,13   | 3,09   |
| IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos |                                       | 2,99   | 2,71   | 2,81   | 2,76   | 2,69   | 2,57   | 2,57   |
| Inflación sin alimentos ni regulados <sup>d/</sup>                |                                       | 3,49   | 3,23   | 3,04   | 2,64   | 2,70   | 2,39   | 2,38   |
| Promedio de todos los indicadores                                 |                                       | 3,64   | 3,33   | 3,28   | 3,03   | 2,98   | 2,81   | 2,82   |

a/ Ponderaciones de la nueva metodología, utilizadas para los cálculos del IPC a partir de enero de 2019.

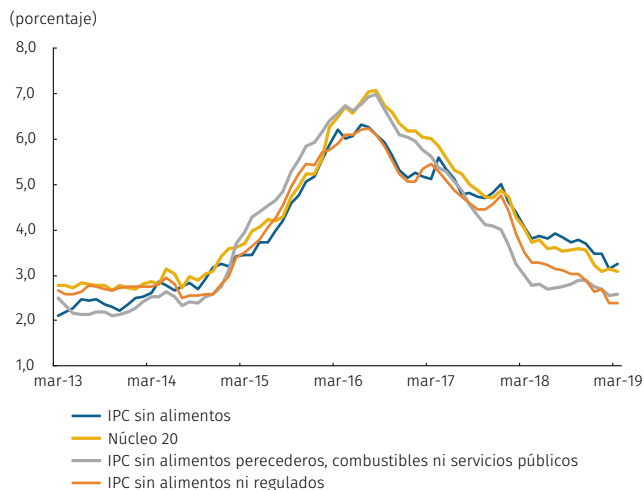
b/ Cálculos del Banco de la República con la nueva metodología; excluye la división de alimentos y las subclases correspondientes a comidas fuera del hogar.

c/ Cálculos del Banco de la República con la nueva metodología; incluye la división de alimentos y las subclases correspondientes a comidas fuera del hogar.

d/ Cálculos del Banco de la República.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República (BR) con clasificaciones provisionales.

Gráfico 3.2  
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El desempeño favorable de la inflación anual en Colombia en lo corrido de 2019, y especialmente de la inflación básica, se puede atribuir a varios factores. Uno de ellos corresponde a la presencia de choques a la baja atribuibles al cambio metodológico para medir el IPC, los cuales modificaron sobre todo el IPC de no transables, como se explica más adelante. Otro factor es una indexación de precios a comienzos de este año, la cual tomó como referencia la tasa de inflación total de finales de 2018, que fue menor que la de un año atrás.

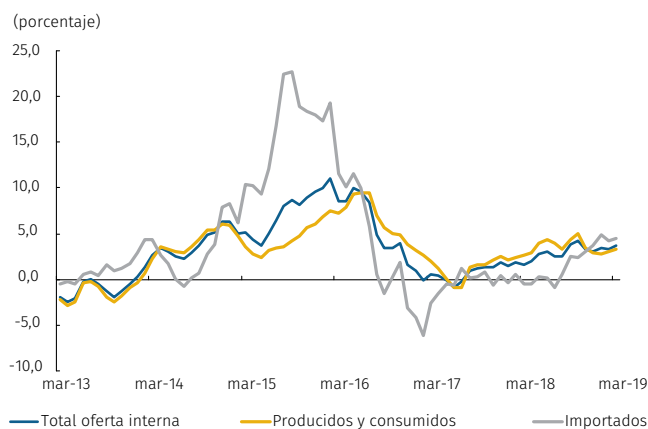
Existen indicios que también apuntan a unos menores precios internacionales de bienes finales y materias primas importadas. Aquí, sin embargo, la información es menos concluyente por cuanto la inflación anual del IPP oferta interna total (IPP

importado más IPP de producidos y consumidos internamente) aumentó entre diciembre y marzo (de 3,09% a 3,65%), en parte, por la aceleración de la variación anual del IPP importado (de 3,67% a 4,46%) (Gráfico 3.3).

Adicionalmente, y como viene sucediendo desde hace varios trimestres, en lo corrido de 2019 el comportamiento de la inflación siguió favorecido por la ausencia de presiones relevantes de demanda sobre los precios. Las diferentes estimaciones efectuadas por el equipo técnico del Banco de la República indican que la economía habría seguido enfrentando excesos de capacidad productiva de alguna importancia, similares a los estimados para 2018. Esto a pesar de que el crecimiento habría seguido ganando dinamismo, como lo sugieren los pronósticos de PIB para el primer trimestre del año (véase el capítulo 2).

Dicha circunstancia estaría limitando los ajustes de precios en el segmento no transable de la canasta familiar. Pero también los excesos de capacidad productiva estarían explicando la existencia de una trasmisión baja o nula de la depreciación acumulada de finales del año pasado a los precios internos de los bienes y servicios transables.

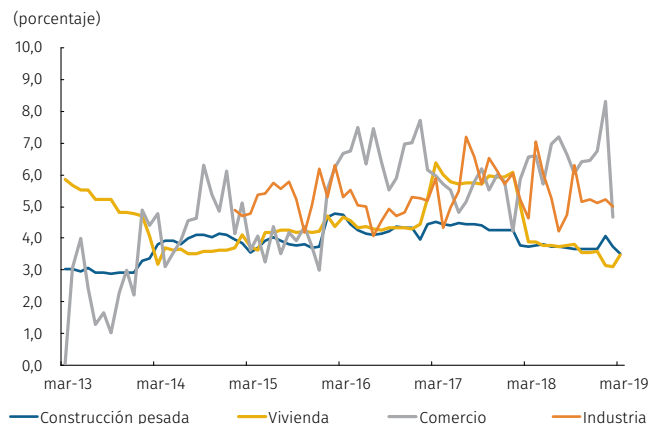
Gráfico 3.3  
IPP por procedencia  
(variación anual)



Fuente: DANE.

A comienzos de año tampoco se evidenciaron presiones alcistas por cuenta del ajuste de los salarios, en particular del salario mínimo, cuyo aumento para 2019 (de 6,0%) fue relativamente alto en relación con la meta de inflación. Además, los indicadores de salarios para diferentes segmentos del mercado laboral muestran ajustes decrecientes en lo corrido del año. Tal es el caso de los salarios del comercio, que en febrero aumentaban a una tasa anual de 4,69% frente a una de 6,76% en diciembre. También, aunque de menor magnitud, se reportaron descensos en el ritmo de ajuste de

**Gráfico 3.4**  
Salarios nominales  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

los salarios de la industria manufacturera (a 5,00% en febrero), y en los de la construcción de vivienda y pesada (a marzo en 3,49% y 3,50%, respectivamente) (Gráfico 3.4).

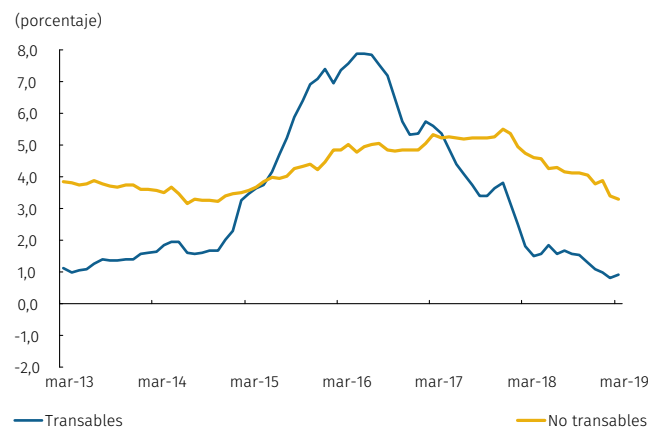
Los precios de los alimentos ejercieron presiones alcistas moderadas, por lo menos hasta febrero. En marzo las alzas fueron mayores, en parte debido a los efectos que tuvo el paro indígena en el abastecimiento de alimentos en el suroccidente del país. A pesar de ello, el comportamiento de este segmento del IPC fue similar a lo proyectado en el informe anterior, lo que sugiere que las variables climáticas habrían tenido un impacto pequeño y no muy diferente a lo previsto.

Otra fuente de presiones alcistas en estos tres primeros meses han sido los precios de los regulados. Aunque esto había sido advertido en los informes anteriores, los ajustes de este segmento superaron las proyecciones.

### 3.2 Comportamiento por componentes

En lo corrido del año a marzo las presiones a la baja en la inflación se han concentrado en los componentes de transables y no transables (excluidos alimentos y regulados). En el caso de transables, en el informe anterior se había anticipado algunas presiones alcistas en la medida en que

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

se esperaba que la depreciación acumulada de la segunda mitad de 2018 se transmitiera a dichos precios. Sin embargo, este no parece haber sido el caso con las cifras observadas al primer trimestre, pues la variación anual de este componente siguió reduciéndose (de 1,09% en diciembre a 0,90% en marzo)<sup>7</sup> (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.5).

En los últimos trimestres se ha venido registrando una baja transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios al consumidor, probablemente por la debilidad de la demanda interna, pero también porque durante el año pasado cayeron los precios internacionales de algunas materias primas y combustibles. Aunque más recientemente algunos de estos precios han aumentado,

7 Entre febrero y marzo se registró un aumento en transables (de 0,80% a 0,90%), que en buena parte se atribuye al aumento de la base gravable de los impuestos a las bebidas alcohólicas y, por tanto, tiene efecto transitorio sobre la inflación. Al respecto, véase el artículo 9 de la Ley de Financiamiento, y la Resolución 3098 de diciembre de 2018 del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

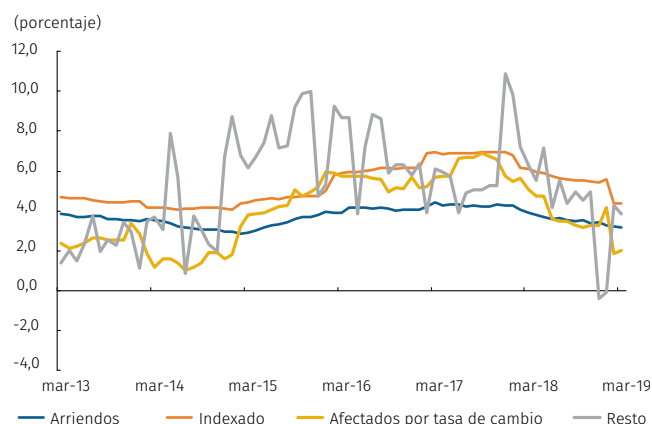
en los últimos doce meses se alcanzaron a acumular caídas importantes, lo que contribuyó a reducir los costos de producción y de transporte, principalmente en el caso de los bienes transables.

Con respecto al IPC de no transables (sin alimentos ni regulados), su variación anual muestra una tendencia decreciente desde hace más de un año, que se extendió al primer trimestre de 2019, al pasar de 3,79% en diciembre a 3,29% en marzo (Cuadro 3.1, Gráfico 3.5). Dado su peso en el IPC (42,31% según la nueva canasta), este componente es el que concentró las mayores presiones bajistas de la inflación en estos primeros meses del año. La reducción en el ritmo de ajuste de estos precios fue generalizada, con excepción de algunos rubros, como servicios relacionados con diversión (que se agrupan dentro del segmento denominado *resto*<sup>8</sup> en el Gráfico 3.6).

Dentro del IPC de no transables, los ajustes anuales de arriendos (de 3,42% de diciembre a 3,16% en marzo), indexados (de 5,43% a 4,38%) y los afectados por el tipo de cambio (de 3,29% a 2,00%) cayeron durante el primer trimestre. En lo corrido de 2019 estas subcanastas de no transables han incorporado varias presiones bajistas de precios. En particular, el subgrupo de indexados se ha favorecido por la baja transmisión del incremento del salario mínimo<sup>9</sup> a sus precios, sobre todo en los rubros de servicios (como educación y salud). Asimismo, el segmento indexado, dentro de no transables, incorporó una presión bajista por cambios metodológicos en la medición de pensiones en la educación preescolar, primaria y secundaria. Los arriendos, por su parte, al igual que los indexados, vienen mostrando una baja inercia inflacionaria con respecto al ajuste anual del IPC total del año pasado (3,18%). Asimismo, el cambio anual en los precios afectados por el tipo de cambio de esta subcanasta aún no incorpora con fuerza la depreciación del tipo de cambio acumulada en los últimos trimestres, al igual que sucede en el IPC de transables.

El grupo de los regulados mostró una dinámica contraria a la de los componentes transable y no transable del IPC sin alimentos. Su variación anual repuntó durante el primer trimestre (de 6,37% en diciembre a 6,42% en marzo), manteniendo tasas altas con respecto a la meta de inflación y continuando este trimestre con una volatilidad importante, al igual que lo observado el año pasado (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.7).

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

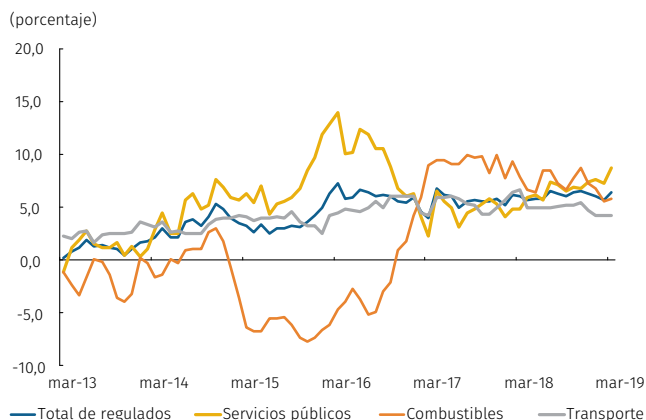


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

8 El grupo resto no incluye las boletas de fútbol en la nueva canasta familiar. Esto deberá reducir la volatilidad de la inflación, en especial a finales de cada semestre cuando se jueguen las finales del campeonato nacional. Al respecto, véase el *Informe sobre Inflación* de junio de 2018: Recuadro 2, “El fútbol en la inflación”.

9 El incremento decretado para el salario mínimo (6,0%) en 2019 ascendió a 6,41% si se incluye el ajuste en el subsidio de transporte (10,0%).

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



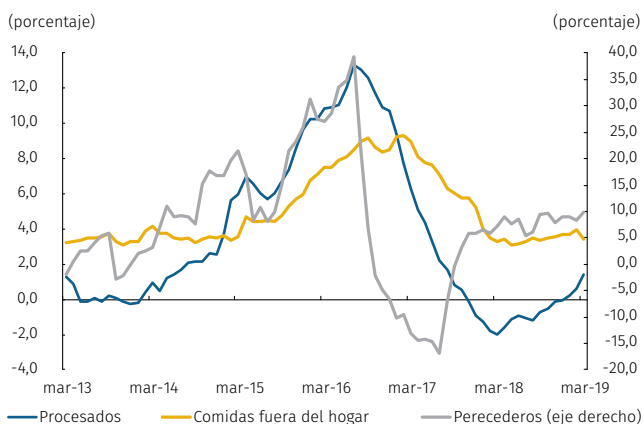
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 3.8**  
IPC de alimentos  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 3.9**  
IPC de alimentos por grupos  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Dentro de los regulados la subcanasta de servicios públicos fue la única que generó presiones alcistas sobre el IPC, al aumentar entre diciembre (7,47%) y marzo (8,80%). Los incrementos se concentraron en el último mes y se presentaron en todos los servicios públicos (en gas, acueducto y energía). En energía, en particular, las principales alzas en lo corrido del año han ocurrido en las ciudades de la costa Atlántica, lo cual estaría asociado con la mayor exposición de la empresa regional a los precios de compra en la bolsa de energía (mercado *spot*) que han tendido a aumentar de manera importante en los últimos meses.

En contraste, el ritmo de ajuste del IPC de combustibles se moderó entre diciembre (7,28%) y marzo (5,85%), como también el de transporte público (de 4,76% a 4,26%). En estos casos, el aumento de los últimos meses en los precios internacionales de los combustibles no se ha reflejado en los precios internos.

Además de los regulados, los precios del grupo de alimentos (incluidas comidas fuera del hogar) también ejercieron presiones alcistas sobre la inflación anual durante el primer trimestre: la variación anual del IPC correspondiente pasó de 2,43% en diciembre a 3,26% en marzo, superando la meta de inflación, evento que no se observaba desde marzo de 2017 (3,65%) (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.8). Durante el primer trimestre se registraron aceleraciones en las variaciones anuales de los IPC de alimentos perecederos (de 8,88% diciembre a 9,98% marzo) y procesados (-0,08% a 1,43%), mientras que el rubro comidas fuera del hogar presionó la inflación a la baja, al caer de 3,68% a 3,43% (Gráfico 3.9).

Los precios de los alimentos perecederos fueron afectados por la caída significativa en su abastecimiento en el suroccidente del país, originada por el paro indígena que se extendió entre el 10 de marzo y el 6 de abril. Esto ocasionó alzas de alguna importancia, sobre todo en las ciudades del suroccidente, las cuales revirtieron la tendencia decreciente de los dos meses anteriores. Adicionalmente, se vienen registrando incrementos en varios productos (con alzas más marcadas en los de origen pecuario) en las ciudades de la costa Atlántica, que pueden atribuirse a unas precipitaciones más bajas que lo usual, como resultado del actual fenómeno de El

Niño. No obstante, para todo el país el abastecimiento de alimentos ha sido relativamente alto, excepto por la situación derivada del paro, lo que sugiere que dicho fenómeno climático ha tenido poca incidencia en los precios de los alimentos, como se esperaba.

Con respecto al fenómeno de El Niño conviene señalar que su presencia se confirmó en marzo y que, de acuerdo con las agencias meteorológicas, lo más probable es que se extienda hasta mediados de este año y sea de intensidad débil. Es importante anotar que en pasados episodios débiles de El Niño su impacto sobre la inflación ha sido bajo, en particular sobre los precios de los alimentos y de las tarifas de energía.

Por último, los aumentos de los precios de las comidas fuera del hogar no han sido afectados por los mayores precios de los alimentos. Sus ajustes estarían siendo limitados por los pocos incrementos de los arriendos, por una demanda que crece moderadamente y por el escaso impacto de los ajustes salariales.

## Recuadro 2

# Posibles presiones alcistas en las tarifas de energía eléctrica

Edgar Caicedo García  
Jonathan Camilo Barriga Rojas\*

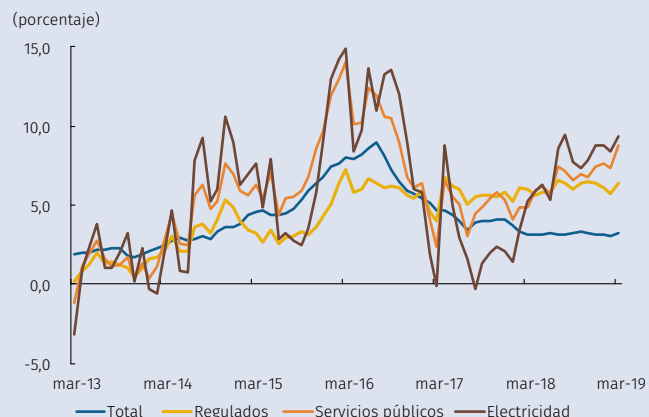
Las presiones alcistas a la inflación anual en lo corrido del año se han originado por los alimentos sin comidas fuera del hogar y por los servicios públicos dentro del componente de los regulados del IPC. En este último segmento las presiones inflacionarias han sido generalizadas (energía, acueducto y gas domiciliario), pero lideradas por los ajustes en las tarifas de energía (Gráfico R2.1). A continuación, se presentará brevemente la estructura y la coyuntura del mercado de energía eléctrica, con el fin de identificar los principales riesgos alcistas que afrontarían las tarifas en el futuro cercano.

### 1. Estructura del mercado de energía

En Colombia la energía eléctrica se obtiene de diferentes fuentes, siendo la principal aquella producida en plantas hidroeléctricas, la cual representa cerca del 70% de la generación total. El porcentaje restante se produce principalmente mediante termoeléctricas (28%), mientras las fuentes no convencionales generan un 2%, donde sobresale la energía eólica. Es importante anotar que la generación de energía eléctrica con fuentes hídricas es la menos costosa bajo condiciones climáticas normales. Sin embargo, en períodos secos o en eventos climáticos tipo El Niño, el porcentaje de participación en la generación total de las termoeléctricas (especialmente de gas y carbón) tiende a aumentar significativamente, para cubrir el déficit en el suministro de energía de las plantas hidroeléctricas, que en la mayor parte del país ven disminuido su volumen ante este tipo de episodios.

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

Gráfico R2.1  
Comportamiento de la inflación de la energía



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

### 1.1 ¿Quién administra, regula y vigila este mercado?<sup>1</sup>

En el mercado de electricidad la planeación y coordinación de los agentes del sector está a cargo de la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME), una entidad de carácter técnico del orden nacional adscrita al Ministerio de Minas y Energía, encargada, además, de definir las políticas del sector desde la generación, transmisión, distribución, comercialización, hasta llegar al consumidor final. El mercado lo reglamenta la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG), entidad que define las políticas para mejorar la calidad y cobertura del servicio. La vigilancia, inspección y control de la prestación del servicio de energía la realiza la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios (SSPD), entidad que cuenta con autonomía administrativa y patrimonial y con independencia de las comisiones de servicios.

Además, en este esquema la operación y la administración del mercado de energía eléctrica está asignado a XM, siendo esta entidad la Administradora del Sistema de Intercambios Comerciales (ASIC), la cual recibe las ofertas de precio de los generadores y asigna la generación diaria mediante subastas, garantizando la minimización de los costos de producción de la energía eléctrica. En cuanto a los usuarios, el marco regulatorio estableció dos categorías: los regulados (pequeños consumidores: hogares y pequeñas empresas) y no regulados (grandes consumidores: empresas medianas

1 Con la expedición de las leyes 142 y 143 de 1994 se conformó el nuevo esquema para el sector eléctrico nacional. Lo destacable de estas leyes es que se permitió la participación del sector privado en la prestación de los servicios públicos, se dividió la cadena de producción en varios segmentos (generación, transmisión, distribución y comercialización) y se estableció un sistema de regulación con la creación de la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) y se diseñaron mecanismos para la defensa de la calidad y confiabilidad del servicio por medio de la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios (SSPD).

y grandes)<sup>2</sup>. La diferencia entre estos usuarios se explica por las tarifas que son aplicables a las ventas de electricidad. Mientras las tarifas de la parte regulada las establece la CREG mediante una fórmula tarifaria, la de los clientes no regulados son libremente negociadas entre ellos y las comercializadoras.

## 2. Evolución de precios, dificultades y choques alcistas

Como se menciona en el capítulo 3 de este informe, en lo corrido del año las mayores presiones inflacionarias se han originado en los alimentos sin comidas fuera del hogar y en los servicios públicos dentro del grupo de los regulados. En particular, las tarifas de estos últimos presionaron la inflación anual al alza en lo corrido del año, al pasar de 8,82% en diciembre a 9,37% en marzo. Durante el primer trimestre de 2019, de acuerdo con las capitales incluidas en el cálculo del IPC, los precios de la energía aumentaron 5,99% en promedio en las principales ciudades de la costa Atlántica (Barranquilla, Santa Marta y Cartagena), cifra muy superior si se compara con el crecimiento promedio (1,75%) registrado para el resto. Este fuerte impulso inflacionario está asociado con el fenómeno de El Niño, episodio que ha sido más fuerte en la región Caribe y el cual podría extenderse hasta finales del verano del hemisferio norte, lo que se suma a los problemas financieros de la Electrificadora del Caribe (Electricaribe), firma que se ha visto en la necesidad de comprar más energía en la bolsa (conocido como mercado *spot*). Los precios transados en la bolsa al día y al contado suelen ser más altos que la electricidad comprada mediante contratos con las generadoras<sup>3</sup>.

Ante el incumplimiento del pago de obligaciones en el mercado mayorista por parte de Electricaribe, y como medida para asegurar la prestación del servicio de energía eléctrica en la región Caribe, la SSPD intervino por primera vez a esta empresa a finales de 2016, para luego en marzo de 2017 ordenar su futura liquidación, y así proceder al cambio de operador. A su vez, en cabeza del ministerio de Minas y Energía para aquella entidad se diseñaron varias medidas contempladas en el actual Plan Nacional de Desarrollo, las cuales entrarían en vigencia una vez sea sancionado por el ejecutivo<sup>4</sup>.

El artículo 311 del Plan Nacional de Desarrollo crea una sobretasa nacional en el servicio de energía de cuatro pesos

por kilovatio consumido en los hogares de los estratos 4, 5 y 6. Iguales recargos tendrán los usuarios comerciales e industriales y los no regulados del servicio de energía eléctrica en las tarifas hasta el 31 de diciembre de 2022. Este pago adicional generaría ingresos estimados de COP160.000 millones anuales, destinados al pago de las obligaciones financieras de las electrificadoras en dificultades para garantizar la prestación del servicio. Adicionalmente, la nación asumirá el pasivo pensional de COP1,2 billones de Electricaribe y se creará una contribución adicional del 1% entre 2020 y 2022, que deberán pagar las empresas vigiladas por la SSPD.

Por otra parte, el Gobierno pretende segmentar el mercado asignado inicialmente a Electricaribe, distribuyéndolo por partes casi iguales a Caribe Sol (Atlántico, Magdalena y La Guajira) y Caribe Mar (Bolívar, Sucre, Córdoba y Cesar). La operación se haría en dos subastas sucesivas, la primera en septiembre y la segunda en octubre de este año. Para ello, los compradores tendrán que invertir COP7,1 billones en un plan a diez años, con lo cual se espera solucionar los problemas financieros y de prestación del servicio en la costa Atlántica<sup>5</sup>.

Adicionalmente, el Gobierno Nacional, en cabeza del Ministerio de Hacienda y la SSPD, dispuso de COP420 mil millones para que Electricaribe compre energía en el primer trimestre de este año, dada la alta exposición que tiene esta compañía en la bolsa, superior al 35%, porcentaje muy por encima del promedio nacional. Este último hecho ha incrementado los costos, como se ha percibido en los precios de la energía en las principales ciudades de la costa Caribe en los últimos trimestres. Es importante señalar que en el mercado colombiano existen dos mecanismos para comprar energía: mediante la bolsa y por contratos de largo plazo (con precios más estables), que en el caso de Electricaribe son pocos los generadores dispuestos a ofrecerle energía.

Además, otras electrificadoras están en dificultades operativas y financieras. La más preocupante por su tamaño es Emcali, firma que desde inicios de la década de los noventa tiene problemas económicos y en la actualidad le adeuda a la nación COP1,2 billones. En algunas ciudades del Valle los hogares de estratos altos ya pagan una sobretasa en sus facturas de energía por este concepto.

Por otra parte, se ha retrasado la entrada en operación de la mayor hidroeléctrica del país (Hidroituango). Desde abril del año pasado, cuando se presentaron los primeros derrumbes en esta hidroeléctrica, y en especial por los daños ocasionados a la casa de máquinas, se retrasó la entrada en operación de este megaproyecto quizás hasta finales de 2021, cuyo aporte a la generación eléctrica del

2 Véase al respecto: <http://www.creg.gov.co/index.php/es/sectores/energia/estructura-energia>

3 La población que atiende Electricaribe representa cerca del 24,0% de la demanda nacional, de aquí se desprende la importancia estratégica de esta empresa para el pleno funcionamiento de todo el sistema eléctrico del país.

4 A finales de mayo se tiene previsto que el Plan Nacional de Desarrollo (Pacto por Colombia, Pacto por la Equidad, 2018-2022) será sancionado y convertido en ley por el poder ejecutivo.

5 Al respecto véase: <https://boletinmineroenergetico.uexternado.edu.co/electricaribe-sera-fraccionada-en-caribesol-y-caribemar-para-su-venta/>

país se acercaría al 17,0%. En consecuencia, las autoridades del sector eléctrico se vieron obligadas a adoptar medidas preventivas para atender la demanda futura. Una de ellas es realizar una subasta por cargo de confiabilidad<sup>6</sup>, con el propósito de suplir la generación de energía eléctrica de Hidroituango, cuya entrada en operación parcial se tenía prevista para finales de 2018. A pesar de que la ejecución de esta hidroeléctrica está cubierta por un seguro, no se descarta que el déficit energético señalado derive en presiones alcistas sobre las tarifas en los próximos semestres.

Como estrategia adicional para garantizar el suministro futuro de energía, también se realizó una subasta el 26 de febrero de energía no convencional, con el fin de incentivar la generación con energía solar y eólica, y ampliar la oferta en 1.500 megavatios (MW) adicionales. La capacidad instalada del país en la actualidad es de 17.200 MW. Sin embargo, en esta jornada no se adjudicó la subasta y se programará una segunda subasta en el segundo trimestre de este año. El objetivo planteado por el Gobierno es alcanzar una mayor capacidad instalada de este tipo de energías, que sea treinta veces superior a la actual. Además, la UPME estima que La Guajira podría proveer al Sistema Interconectado Nacional el 13% de la oferta con emprendimientos de energía no convencionales.

A manera de síntesis, se esperan tarifas del servicio de energía al alza, con importantes presiones inflacionarias sobre los precios al consumidor en el futuro próximo. Ello estaría asociado con un panorama de clima adverso (El Niño) en los próximos meses que, aunque débil, ya está generando costos al alza por la mayor generación térmica. A lo anterior se suman las dificultades por sobrecostos y el retraso en la entrada de operación de la mayor hidroeléctrica del país. También, la difícil situación financiera en dos de las principales electrificadoras viene comprometiendo el suministro del servicio de energía eléctrica, dificultando la estabilidad de tarifas. En particular, resolver los problemas económicos de la principal electrificadora de la costa Atlántica va a incrementar el precio del kilovatio consumido para todos los estratos altos de la población y para el sector empresarial del país en los próximos cuatro años, de acuerdo con lo estipulado en el Plan Nacional de Desarrollo, 2018-2022.

---

6 El cargo por confiabilidad es un esquema de remuneración que incentiva la inversión para la generación eléctrica, atendiendo de manera eficiente la demanda de energía en condiciones críticas de abastecimiento, con señales de largo plazo y estabilización de los ingresos del generador. Uno de los componentes esenciales del nuevo esquema es la existencia de las obligaciones de energía firme (OEF), las cuales son un compromiso de los generadores de producir energía firme durante condiciones críticas de abastecimiento. Véase al respecto: <https://www.xm.com.co/Promocin%20Primera%20Subasta%20de%20Energia%20Firme/abc2.pdf>

# 04

## Pronósticos de mediano plazo

En este informe la proyección de crecimiento del PIB para 2019 presentó pocos cambios.

Para lo que resta del año se espera un mejor desempeño de la inversión frente a lo observado el año anterior.

Para los próximos dos años no se esperan presiones que desvíen permanente y sustancialmente la inflación total de su meta.

La senda de inflación básica se redujo para este informe manteniendo niveles menores que la meta pero convergiendo a ella en el horizonte de pronóstico.

### 4.1 Crecimiento económico para 2019

La información disponible para lo corrido del año, así como las perspectivas sobre el desempeño de los fundamentales macroeconómicos, permiten prever una aceleración del ritmo de crecimiento de la economía colombiana en 2019 con respecto a lo observado para 2018. En este informe el equipo técnico revisó levemente al alza el pronóstico de crecimiento del PIB de 2019, el cual sería de 3,5% anual (frente al 3,4% presentado un trimestre atrás).

Esta aceleración, que implica una convergencia de la economía colombiana hacia su ritmo de expansión potencial de largo plazo, sucedería en un contexto de un acceso relativamente amplio al ahorro externo, con mayor disponibilidad de recursos que en 2018 (capítulo 1). A lo anterior se suma el efecto positivo que debe tener la entrada en vigencia de la Ley de Financiamiento a comienzos de este año. El mejor desempeño de la economía colombiana se daría, a pesar de que se espera un precio internacional del petróleo que, en promedio, sería menor que el del año pasado. Asimismo, y como se explicó en el primer capítulo de este informe, ocurriría en un entorno de menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales.

**Un mayor financiamiento externo acompañaría la expansión de la demanda interna.**

El mayor financiamiento externo acompañaría la expansión de la demanda interna y, en particular, incidiría en un mejor desempeño de la formación bruta de capital. Para 2019 el equipo técnico del Banco de la República prevé que la inversión en construcción de obras civiles y la de maquinaria y equipo se acelere con respecto a los registros del año pasado. En el primer caso, el principal impulso provendría de la mayor ejecución de recursos propios y de regalías por parte de los gobiernos regionales y locales en obras de infraestructura, así como de la continuación de los programas de construcción de vías 4G. Se espera que se superen parcialmente los cuellos de botella que han enfrentado dichos programas en períodos recientes.

Para el caso de la inversión en bienes de capital, el pronóstico del equipo técnico incorpora los potenciales efectos positivos que tendrían los beneficios tributarios a la inversión en este tipo de bienes, contemplados en la Ley 1819 de 2016 y en la reciente Ley 1943 de 2018, esta última denominada como la Ley de Financiamiento. Es importante señalar que se proyecta un desempeño algo mejor de la inversión en construcción de edificaciones. Lo anterior bajo el supuesto de un mayor dinamismo del sector de vivienda de ingresos bajos (VIS), así como de menores excesos de oferta en el renglón de edificaciones no residenciales.

El consumo total, por su parte, reportaría crecimientos satisfactorios, aunque por debajo de su promedio histórico. Sin embargo, se registrarían dinámicas dispares entre el componente privado y el público. En el primer caso, el consumo de los hogares continuaría mostrando una tendencia de recuperación, en un contexto de inflación controlada, tasas de interés reales que continúan en terreno expansivo, relativa disponibilidad de crédito y una confianza que se ha recuperado gradualmente en meses recientes.

Con respecto al consumo público, para 2019 se supone un ajuste ordenado para este componente del PIB, como se ha venido anticipando en informes anteriores. Así, el crecimiento de este rubro sería menor que el observado en 2018, cuando la expansión fue de 5,9% anual. Esta desaceleración sería afín con lo previsto por el Gobierno Nacional, y sería consistente con la meta fiscal de un déficit del 2,7% del PIB para el año en curso.

Finalmente, en 2019 la demanda externa neta restaría por segundo año consecutivo al crecimiento del PIB. En este sentido, el equipo técnico prevé un crecimiento moderado para las exportaciones, por dos razones fundamentales. En primer lugar, porque los choques negativos de oferta identificados en 2018 para las exportaciones de materias primas no se revertirían totalmente en 2019, como se esperaba anteriormente. Esto es en particular válido para el caso del carbón. En segundo lugar, porque la menor dinámica de la demanda externa no permitiría que las exportaciones de bienes no tradicionales repunten.

**La demanda externa neta contribuiría negativamente al crecimiento en 2019.**

En contraste, las importaciones registrarán una tasa de crecimiento importante, por cuenta del mayor dinamismo esperado para la demanda interna. Con lo anterior, el déficit comercial (medido en pesos constantes) se ampliaría en 2019 frente al registro de 2018.

Desde el punto de vista sectorial, las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República sugieren una aceleración del crecimiento económico para 2019, principalmente gracias a un mejor desempeño de la construcción, la industria manufacturera y la minería.

Con respecto a la construcción, en 2019 se espera un repunte de los dos renglones que componen la rama: edificaciones y obras civiles. En el primer caso, al crecimiento del subsector contribuiría significativamente la construcción de vivienda de interés social (VIS) que, según los anuncios del Gobierno Nacional, tendrá un dinamismo importante en 2019. En el segundo caso, la recuperación estaría sustentada en las ejecuciones de los gobiernos locales y, en alguna medida, en la puesta en marcha de varios proyectos 4G. Cabe señalar que la construcción tiene encadenamientos productivos significativos con otras ramas de actividad, como la industria y el transporte, por lo que su recuperación también debe contribuir a un mejor dinamismo en estos grupos.

La producción industrial ganará en dinamismo este año, acorde con el mayor impulso de la demanda interna. Por otro lado, para la producción agropecuaria se prevé una dinámica similar a la de 2018. El fenómeno de El Niño, que según los pronósticos de las agencias internacionales sería de categoría débil, tendría un escaso impacto sobre la oferta sectorial. Las proyecciones de la Federación Nacional de Cafeteros contemplan que la producción de café mejoraría en 2019 (gracias a unas condiciones climáticas más favorables y a los altos niveles de floración de los árboles), sobre todo en el segundo semestre.

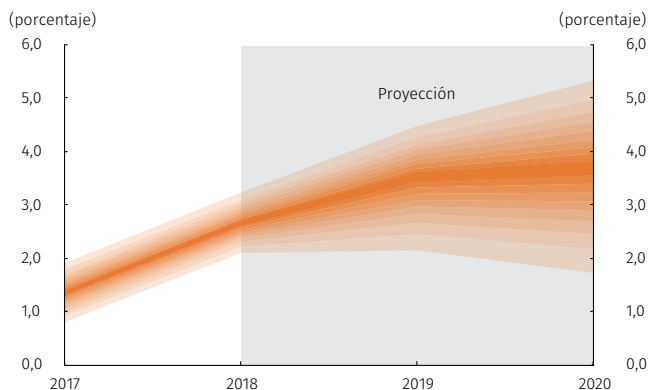
Para el PIB minero se espera un crecimiento positivo, a diferencia de 2018, principalmente sustentado en la producción de petróleo, para la cual se prevé una aceleración este año. Por otro lado, las proyecciones gremiales permiten anticipar un buen dinamismo de la producción de metales, como el oro y el níquel. En contraste con lo anterior, se prevé que la producción de carbón presente una nueva caída durante 2019, consistente con la dinámica prevista para las exportaciones de este producto.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, y como se manifestó al comienzo de esta sección, el equipo técnico del Banco de la República pronostica para 2019 un crecimiento del PIB del 3,5% como cifra más probable, levemente por encima de lo publicado en el anterior *Informe sobre Inflación* (3,4%). El punto central se encuentra dentro del *fan chart* de crecimiento económico que se deriva de los modelos 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 levemente a la baja. El Cuadro 4.1 presenta los rangos de probabilidad del *fan chart* de crecimiento del PIB.

**El PIB minero tendrá un crecimiento positivo en 2019 gracias al aumento de la producción de petróleo.**

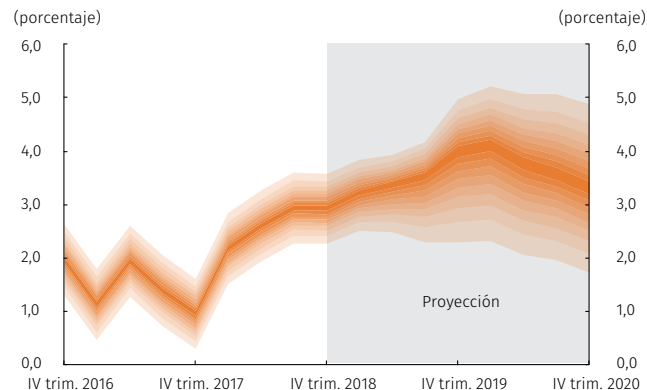
**El pronóstico de crecimiento del equipo técnico para 2019 es de 3,5%.**

**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         | 2019 | 2020 |
|---------------|------|------|
| <-1,0         | 0,0  | 0,0  |
| -1,0 - 0,0    | 0,0  | 0,1  |
| 0,0 -1,0      | 0,2  | 1,3  |
| 1,0 - 2,0     | 4,0  | 7,3  |
| 2,0 - 3,0     | 27,2 | 22,1 |
| 3,0 - 4,0     | 51,9 | 34,9 |
| > 4,0         | 16,7 | 34,4 |
| Entre 3 y 5   | 68,2 | 60,7 |
| Entre 2 y 4   | 79,1 | 57,0 |
| Entre 1,5 y 3 | 30,4 | 27,1 |

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Los principales riesgos a la baja estarían relacionados con un desempeño más débil que el proyectado de la demanda interna, el cual sería generado por un menor crecimiento de la inversión, una demanda externa más débil que la esperada (producto de un menor crecimiento de los principales socios comerciales) y una prima de riesgo más alta para Colombia. Como principal riesgo al alza se considera, la posibilidad de un descenso más lento de los precios del petróleo, frente al contemplado en el escenario central.

## 4.2. Inflación

Con las cifras de marzo, la inflación anual al consumidor completó un año de gran estabilidad en niveles ligeramente superiores a la meta del 3,0% establecida por la JDBR. Por su parte, la inflación básica, medida a partir del IPC sin alimentos ni regulados, continuó con una tendencia decreciente, manteniéndose por debajo de la meta y alejándose de esta.

Hacia los próximos dos años no se vislumbran presiones que desvíen permanente y sustancialmente la inflación de su meta. Los nuevos pronósticos que se presentan en este informe apuntan a que la inflación total se mantendría muy cerca de los valores actuales por los próximos dos años, con oscilaciones que dependerán de los efectos de algunos choques, en parte transitorios. Por su lado, la inflación básica deberá retornar a la meta en el transcurso de los próximos cuatro trimestres y sostenerse en ella de ahí en adelante.

**La senda proyectada para la inflación básica se redujo en esta oportunidad.**

Frente a lo presentado en el *Informe sobre Inflación* de diciembre, el cambio más relevante corresponde a la senda esperada para la inflación básica, la cual se redujo en el horizonte de pronóstico de este informe. Se sigue esperando que este indicador converja al 3,0%, aunque esto ocurriría algunos trimestres más adelante de lo señalado en pasadas ediciones. En el caso de la inflación total, la nueva senda de pronóstico también es menor para los próximos dos trimestres, pero hacia adelante los cambios son menores, con resultados para finales de 2019 y de 2020 muy similares a los obtenidos en el informe de diciembre.

Como se explica en el capítulo 3 de este informe, durante el primer trimestre de este año las inflaciones total y básica mostraron resultados inferiores a los previstos, revelando con ello presiones bajistas sobre el ritmo de ajuste de los precios, que fueron subestimados en informes anteriores. Dichos factores deberán seguir ejerciendo influencia el resto año y, en parte, esto es lo que explica la menor senda de pronóstico, sobre todo en el caso de la inflación básica.

La indexación es un caso de lo señalado, pues se ha registrado a tasas menores que en años anteriores, con lo cual se disminuyó el ritmo de ajuste de precios de servicios como educación y salud. Esta circunstancia deberá seguir limitando el ajuste de precios en estos y otros rubros el resto del año y hacia 2020, lo que se traduciría en una inercia inflacionaria menor que la contemplada en los pronósticos pasados.

En el informe anterior se había señalado que el ajuste del salario mínimo, que para 2019 fue de 6,0% y relativamente alto frente a la meta de inflación, ejercería presiones alcistas sobre los precios al consumidor para todo el año. Sin embargo, los resultados del primer trimestre estarían revelando que esta conexión entre salario mínimo e IPC estaría siendo menor que la esperada, como lo sugieren los ajustes limitados en los precios de varios servicios (ver capítulo 3). Por tanto, en la senda de pronóstico de este informe para lo que resta del año se revisaron a la baja las presiones inflacionarias esperadas, asociadas con esta circunstancia.

Las actuales condiciones del mercado laboral también sugieren un bajo impacto del ajuste del salario mínimo sobre otros salarios y, por esta vía, sobre los precios al consumidor. La tasa de desempleo aumentó en lo corrido del año, y aunque el empleo asalariado y formal han mostrado signos de reactivación, esto no sucede con el empleo total, el cual per-

**Se espera que la indexación continúe siendo baja durante el horizonte de pronóstico.**

manece estancado. Así las cosas, el mercado laboral aún presenta una situación débil que permite descartar alzas en los salarios que generen presiones excesivas sobre los precios al consumidor en los próximos trimestres.

Otro factor que deberá seguir generando algunas presiones a la baja sobre la inflación, al menos en lo que resta de 2019, y que fue subestimado en el informe anterior, corresponde al impacto de la introducción de la nueva metodología de medición del IPC a comienzos de este año. Por diversas razones ya explicadas (capítulo 3 de este informe, y Recuadro 2 del *Informe sobre Inflación* de diciembre), dicha innovación se tradujo en un menor ritmo de ajuste de precios en algunos rubros de la canasta del consumidor, debido a modificaciones en su forma de medición, y en el índice agregado mismo, por cambios en las ponderaciones de los diversos componentes. Dicho impacto puede asimilarse a un choque bajista por una sola vez en el nivel de precios, que permanecería en la inflación anual durante doce meses.

Además de las menores presiones inflacionarias por las razones anotadas, para este informe se revisó a la baja el costo de financiamiento externo para el país y, con ello, la senda prevista para el tipo de cambio. Esto, teniendo en cuenta que en el primer trimestre del año y hasta mediados de abril se hizo evidente una menor necesidad por parte de las autoridades monetarias de las economías avanzadas, y en particular de la de los Estados Unidos, de elevar sus tasas de interés de política en el corto o mediano plazos. Como se explica en el capítulo 1 de este informe, esto llevó a descartar aumentos en la tasa interés de la Fed para los próximos ocho trimestres, con lo cual la senda utilizada en los actuales pronósticos de inflación se redujo frente a lo contemplado en el informe anterior. Además, esto está reforzado por una prima de riesgo país para Colombia que, siendo históricamente baja en la actualidad, converge a su nivel promedio (calculado desde 2005) de manera más lenta que la considerada hace un trimestre.

La menor senda del tipo de cambio implica menores presiones sobre los precios transables y tiene un impacto a la baja en la inflación, explicando, en parte, la revisión de la senda central de pronóstico para los próximos dos años, sobre todo en el caso de la inflación básica. Pese a lo anterior, es importante señalar que en este informe se sigue previendo una depreciación nominal y real del peso hacia el mediano plazo, aunque de menor grado que la anticipada antes, la cual deberá transmitirse a los precios al consumidor. Debido a ello, se sigue previendo un aumento de la inflación de los transables durante los próximos trimestres, desde los bajos niveles de hoy en día. También, este fenómeno explica, en parte, la convergencia de la inflación básica (IPC sin alimentos ni regulados) hacia el 3,0%.

Como ha sucedido en los últimos años, durante buena parte del horizonte de pronóstico de este informe las presiones sobre precios originadas en la demanda seguirán siendo contenidas por la presencia de excesos de capacidad productiva y por una brecha del producto en terreno nega-

**La introducción de la nueva metodología de medición del IPC produjo un choque a la baja en el nivel de precios, el cual se seguirá reflejando en la inflación anual para lo que resta del año.**

**En este informe se esperan menores presiones alcistas sobre la inflación provenientes del tipo de cambio.**

tivo. Gracias a ello, los ajustes de precios de los no transables se sostendrán en valores cercanos al 3,0% durante el resto de 2019 y la transmisión de la depreciación a los precios transables seguirá siendo baja, por lo menos durante el segundo trimestre, como ha sido el caso desde mediados del año pasado.

No obstante, en este informe se estima una brecha del producto hacia futuro que se cierra un poco más rápido que lo contemplado en el informe de diciembre. Esto, teniendo en cuenta que la economía deberá seguir ganando dinamismo lentamente, impulsada por la demanda interna, y que el pronóstico de crecimiento se revisó un poco al alza, como se explica en la primera mitad de este capítulo.

En vista de ello, en la actual senda central del pronóstico de inflación, la brecha del producto contendría las presiones alcistas sobre los precios hacia 2020 en menor medida que lo previsto un trimestre atrás. De igual manera, el cierre gradual de la brecha en los próximos ocho trimestres deberá contribuir a impulsar la inflación de los no transables, y con ello la inflación básica hasta converger a la meta, al igual que sucede con la depreciación del tipo de cambio, como ya se explicó.

Las presiones bajistas sobre la inflación enumeradas anteriormente deberán compensar las principales presiones al alza, las cuales se seguirán originando en el comportamiento del precio de los regulados, principalmente, y, en menor medida y más hacia el corto plazo, en el de los alimentos.

En este informe aumentó la senda proyectada para la variación anual del IPC de regulados, tanto para este año como para 2020. Las tarifas de energía seguirán siendo la principal fuente de presiones inflacionarias, con mayores ajustes que los contemplados hace un trimestre, dado el impacto parcialmente anticipado del fenómeno de El Niño que, aunque de intensidad débil, estaría afectando los precios de la energía en bolsa y, por este canal, las tarifas al consumidor en el corto plazo. Igualmente, porque en el pasado se habría subestimado la magnitud y frecuencia de las alzas para atender las mayores necesidades de inversión del sector y para garantizar la solvencia de la empresa que atiende el mercado de la región Caribe. Así las cosas, las tarifas de energía deberán cerrar el año actual con variaciones anuales significativamente superiores al 3,0% y hacia 2020 esta situación se repetiría, aunque con incrementos menores.

Dado los mayores niveles que presentaban los precios internacionales del petróleo y sus derivados a finales del primer trimestre (USD 68 por barril Brent) frente a lo previsto, y teniendo en cuenta que el tipo de cambio presentará una tendencia moderada hacia la depreciación, en este informe también se revisaron al alza los ajustes del precio interno de los combustibles en el corto plazo. Sin embargo, se espera que los precios internacionales se reduzcan hacia niveles más sostenibles (USD 62 el barril de Brent) durante la segunda mitad del año y para 2020 (véase el capítulo 1), por lo que en la senda central de pronóstico actual los pre-

**Una brecha del producto negativa seguirá ayudando a moderar los ajustes de los precios en el horizonte de pronóstico.**

**La senda proyectada para la variación anual de regulados aumentó**

cios internos de los combustibles dejan de ser una fuente de presiones inflacionarias en el mediano y largo plazos.

Con respecto a los alimentos (incluyendo en este grupo comidas fuera del hogar), los nuevos pronósticos muestran un aumento moderado en el ritmo de ajuste de estos precios en los próximos dos trimestres. Dicho aumento, que deberá ser impulsado por los precios de los alimentos perecederos, obedece tanto al comportamiento usual del ciclo agrícola como al impacto del fenómeno de El Niño, que hacía presencia hacia finales del primer trimestre de este año y que se extendería por uno o dos trimestres más.

Al parecer, a finales del primer trimestre dicho fenómeno climático habría empezado a tener algún impacto en los precios de los alimentos, un poco más tarde de lo anticipado. En la nueva senda de pronóstico el mayor efecto se observaría hacia el tercer trimestre y no en el segundo, como se consideraba en el informe anterior. En cualquier caso, en este informe se sigue contemplando que el incremento de estos precios asociado con El Niño sería pequeño, dado que la intensidad del fenómeno climático actual es débil o moderada. Por tanto, su impacto dista mucho del que se observó en 2016, cuando la intensidad de El Niño fue fuerte. No obstante, no sobra advertir que estos pronósticos sobre el comportamiento del clima y su impacto en precios están rodeados de una incertidumbre amplia.

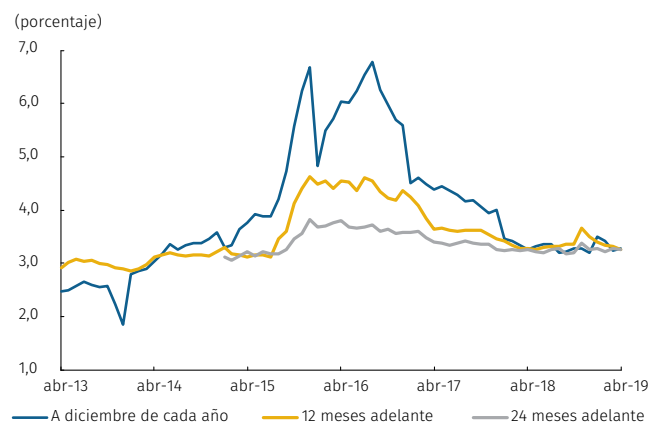
Para los otros componentes de la subcanasta se prevé relativa estabilidad. En particular, no se consideran presiones en alguna dirección debidas a movimientos fuertes en los precios internacionales de las materias primas agrícolas importadas por el país, como tampoco debidas al comportamiento de las comidas fuera del hogar.

El comportamiento reciente de las expectativas debe contribuir a la estabilidad de la inflación en niveles cercanos a la meta, como lo sugieren los pronósticos que aquí se presentan. En lo corrido del año hasta comienzos

de abril, las medidas de expectativas a disposición del Banco de la República tendieron a disminuir, acercándose al 3,0%. En particular, la medición obtenida a partir de la encuesta mensual del Banco muestra una inflación esperada a finales de 2019 de 3,28% y a doce y veinticuatro meses de 3,25%. A comienzos de enero estos valores se calculaban en 3,50%, 3,41% y 3,28%, respectivamente (Gráfico 4.3).

Por su parte, los valores estimados a partir de los TES de mediados de abril muestran expectativas a dos, tres, cinco y diez años de 3,04%, 3,13%, 3,24% y 3,47% respectivamente, por debajo de los obtenidos con las cifras de mediados de enero (en su orden, 3,59%, 3,60%, 3,63% y 3,75%) (Gráfico 4.4).

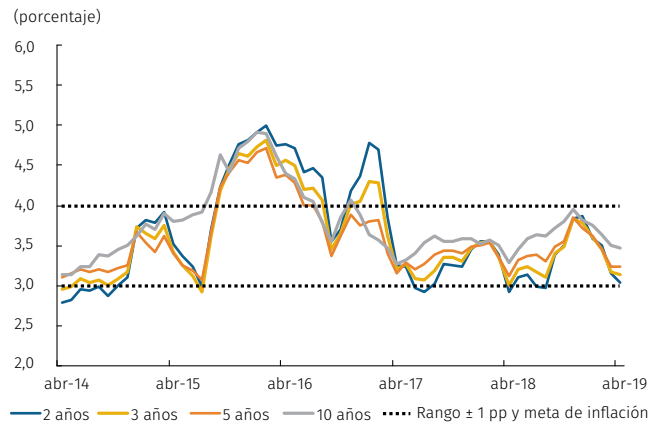
**Gráfico 4.3**  
Pronósticos de inflación total anual de bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

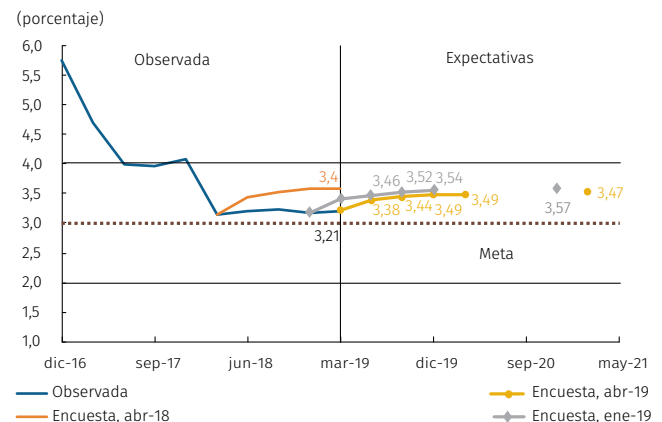
Finalmente, en el caso de la encuesta trimestral, recogida también a comienzos de abril por el Banco, la cifra esperada a diciembre de este año es del 3,49% (frente al 3,54% de comienzos de enero) y a veinticuatro meses es del 3,47% (frente al 3,57% de la anterior). Cabe señalar que esta encuesta históricamente ha tendido a mostrar valores superiores a los obtenidos por las otras dos mediciones (Gráfico 4.5).

**Gráfico 4.4**  
Expectativas de inflación total anual derivadas de los TES (a dos, tres, cinco y diez años) (promedio mensual)<sup>a/</sup>



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

**Gráfico 4.5**  
Inflación total anual observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve, doce y veinticuatro meses)

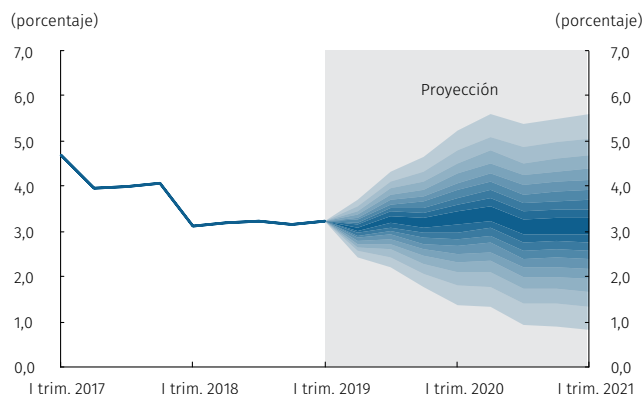


Fuentes: DANE y Banco de la República (Encuesta trimestral de expectativas).

### 4.3. Balance de riesgos

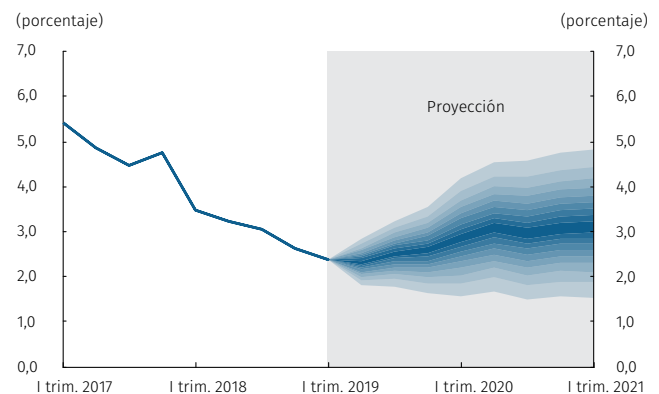
El balance de riesgos (*fan chart*) para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos ni regulados se presenta en los *fan chart* de los gráficos 4.6 y 4.7. El balance se construyó a partir de la senda central de estas variables, obtenida del ejercicio de pronóstico del equipo técnico. Para este informe se estima un *fan chart* de la inflación total sin sesgos para 2019, pero con un pequeño sesgo al alza para 2020, algo menor que lo consignado en el informe anterior.

**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 sobre la inflación total provienen del contexto externo.**

El contexto externo imprime los principales riesgos sobre la inflación total considerados en este informe. Cambios en la proyección central de las variables relacionadas con el contexto externo afectarían la inflación al consumidor por medio de diversos canales, debido en especial, a movimientos del tipo de cambio (*pass-through*), ya que se esperaría una senda del peso frente al dólar distinta que la considerada en el escenario central de este informe. La magnitud de la afectación sobre los precios variará en cada situación, dependiendo del origen, circunstancias e intensidad del choque. A continuación se detallan estos y los demás riesgos considerados en la construcción del *fan chart*.

Los principales riesgos al alza son:

*Una prima de riesgo de Colombia que crece más rápido que lo proyectado en la senda central de pronóstico*

La proyección central de este informe contempla un ascenso gradual de la prima de riesgo de Colombia hacia su nivel histórico promedio, con una senda de convergencia más lenta que la contemplada en el informe anterior (véase el capítulo 1). Esto implica que dicha prima deberá permanecer en niveles bajos por un período importante. Sin embargo, circunstancias como un deterioro económico más marcado de los Estados Unidos y de otras economías avanzadas y emergentes, que genere un riesgo internacional y/o que reduzca los términos de intercambio de Colombia y la demanda por sus exportaciones, pueden afectar la percepción de riesgo hacia el país. Esto implicaría un aumento más rápido de la prima de riesgo, lo cual reduciría la entrada de capitales a la economía colombiana, con efectos alcistas sobre la tasa de cambio frente a lo contemplado en la senda central de este informe. Todo esto podría llevar a una mayor inflación al consumidor.

Adicionalmente, pesan riesgos sobre un deterioro de la deuda y el desbalance externo del país, en particular, considerando un escenario de política monetaria externa distinto del que se espera, lo cual se traduciría en mayores presiones sobre la prima de riesgo.

*Precios de los regulados por encima de lo proyectado en la senda central*

Como se menciona en la sección 4.2 de este informe, el pronóstico central contempla una senda decreciente de la inflación anual de los regulados, aunque seguiría niveles mayores que los esperados en el informe anterior. No obstante, existen riesgos que pueden llevar a que este descenso sea más lento, o que incluso no ocurra en los próximos trimestres, en particular porque aún persisten riesgos al alza sobre los servicios públicos, en especial en la energía eléctrica, asociados con las dificultades de algunas empresas generadoras y distribuidoras, a lo cual se pueden sumar factores climáticos.

Por otro lado, existen riesgos al alza sobre el precio interno de los combustibles porque, como se discute en otros apartados de esta sección,

**Unos precios de los regulados más altos que los considerados en la proyección central imprimen riesgos al alza sobre la inflación.**

**Una demanda interna menor a la considerada en la senda central, por cuenta de una inversión más baja, generaría riesgos bajistas sobre la inflación.**

variables como el precio internacional del petróleo y la depreciación del peso podrían presentar niveles mayores a los consignados en la senda central de pronóstico.

La posible ocurrencia de estos eventos no solo golpearía los ajustes de precios de los rubros regulados, sino que también lo haría sobre buena parte de la canasta del IPC total, vía mayores costos de producción y de transporte.

Por último, es relevante mencionar que, en caso de materializarse alguno de los riesgos mencionados, no solo se afectaría el comportamiento de la inflación total de manera directa y transitoria, sino que también se podría impactar de manera indirecta y, en alguna medida, permanente, debido al impacto que estos eventos pueden tener sobre las expectativas y la activación de mecanismos de indexación.

Los principales riesgos a la baja considerados en este informe son:

*Una demanda interna que crece por debajo de lo incorporado en la senda central de pronóstico*

En 2018 la demanda interna mostró una recuperación gradual, y en la proyección central de este informe se espera que continúe acelerándose en términos anuales durante 2019, impulsada principalmente por un buen comportamiento de la inversión (en especial en obras civiles y construcción de edificaciones), así como por efectos positivos de la Ley de Financiamiento.

Sin embargo, persisten problemas asociados con retrasos en los proyectos, en especial en los de vías 4G y, por otro lado, existe la posibilidad de que se estén sobreestimando las consecuencias de la Ley de Financiamiento, principalmente para 2019, ya que la respuesta de la inversión puede demorarse más de lo esperado. Ambas situaciones imprimen un riesgo a un desempeño más bajo de dichas variables, frente al contenido en la senda central de pronóstico de este informe. Teniendo en cuenta los encadenamientos que genera la inversión, un comportamiento menos dinámico llevaría a un escenario con una menor demanda interna, lo que tendería a generar presiones a la baja sobre la inflación.

*Una senda del precio internacional del petróleo mayor que la incluida en la proyección central*

En este informe se incorpora un precio promedio del petróleo para 2019 cercano a los USD 63 por barril, referencia Brent, lo cual supone que los niveles alcanzados en las primeras semanas de abril (de más de 70 USD por barril) serían transitorios. Así, el pronóstico central del presente informe supone que el precio del crudo desciende de forma gradual, sobre todo a partir de mediados de año, debido principalmente al aumento de la oferta global, impulsada por la producción en los Estados Unidos, entre otros factores.

No obstante, el fortalecimiento de la oferta podría ser más lento que el esperado, en particular debido a la situación política de algunos de los productores de crudo más importantes (como Libia, Irán y Venezuela), y la incertidumbre que rodea al acuerdo de las cuotas exportadoras de los países miembros de la OPEP. Dicho acuerdo se discute en la reunión que realizará esta organización a mitad de año, y en la actualidad no se puede descartar que aquel se prorrogue de alguna manera.

La materialización de estas circunstancias haría que por un buen tiempo el precio se mantenga en niveles similares a los actuales y por encima de lo que considera la proyección central de este informe. En este escenario existirían dos caminos por los cuales se afectaría la inflación al consumidor: por un lado, habría una menor depreciación que la esperada, lo que impactaría en menor medida los precios al consumidor vía *pass-through*; por el otro, habría un efecto contrario proveniente de unos mayores costos de producción, en especial los de algunas materias primas y de transporte. No obstante, observando eventos similares ocurridos en el pasado, se espera que prime el canal de la tasa de cambio, lo cual reduciría las presiones alcistas sobre la inflación.

Finalmente, es importante mencionar que, desde este informe, tanto la senda central de pronóstico como el presente ejercicio de riesgos se construyeron siguiendo la nueva metodología de cálculo del IPC, base diciembre de 2018, en cuanto a la actualización de los ponderadores y la base de los índices. No obstante, como se señala en otras partes de este informe, se mantienen los subgrupos de análisis utilizados en los informes anteriores.

Acorde con el conjunto de riesgos presentado, el *fan chart* sugiere que la probabilidad de que la inflación total se ubique entre el 2,0% y el 4,0% al final de 2019 creció al 73,4%, y esta se ubicó en el 52,3% para 2020 (cuadros 4.2 y 4.3). 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 referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

**La probabilidad de que la inflación total se ubique entre el 2,0% y el 4,0% es de 73,4% para final de 2019.**

**Cuadro 4.2**  
 Probabilidad estimada de que la inflación anual total en diciembre de 2019 esté entre 2,0% y 4,0% (porcentaje)

| Informe                       | Probabilidad |
|-------------------------------|--------------|
| Informe de junio de 2018      | 52,8         |
| Informe de septiembre de 2018 | 54,2         |
| Informe de diciembre de 2018  | 59,9         |
| Informe de marzo de 2019      | 73,4         |

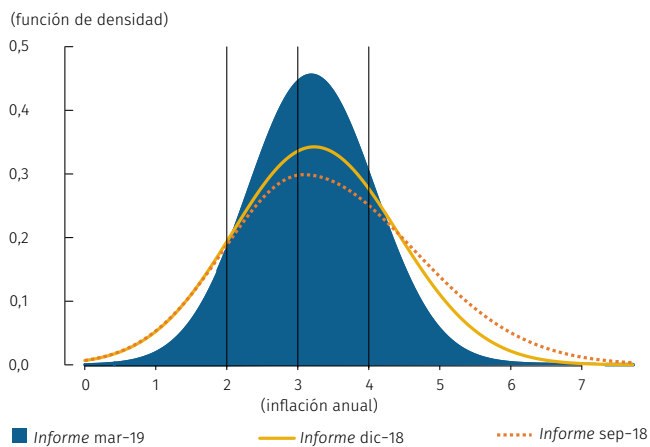
Fuente: cálculos del Banco de la República.

**Cuadro 4.3**  
Rangos de probabilidad del *fan chart* de la inflación anual total para fin de año (porcentaje)

| Rango       | 2019 | 2020 |
|-------------|------|------|
| < 2,0       | 8,6  | 19,6 |
| 2,0 - 2,5   | 12,8 | 11,6 |
| 2,5 - 3,0   | 19,8 | 13,7 |
| 3,0 - 3,5   | 22,4 | 14,1 |
| 3,5 - 4,0   | 18,4 | 12,9 |
| > 4,0       | 18,0 | 28,1 |
| Entre 2 y 4 | 73,4 | 52,3 |

Fuente: cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 4.8**  
Corte transversal del *fan chart* de inflación anual total para diciembre de 2019



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 2019 y 2020. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 25 de abril de 2019.

### 1. Proyecciones para 2019

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 3,2%, misma cifra que la estimada en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior. De manera similar, las entidades extranjeras consultadas pronostican una expansión promedio del PIB de 3,2%, siendo levemente superior a la estimada en el pasado *Informe sobre Inflación* (3,1%).

En cuanto a los precios, los analistas locales proyectan una inflación del 3,3% al finalizar el año, un valor inferior al registrado en el informe anterior. Igualmente, los extranjeros prevén una cifra al terminar el año del 3,4%. Ambas proyecciones

Cuadro A1  
Proyecciones para 2019

|                                       | Crecimiento del PIB real<br>(porcentaje) | Inflación IPC | Tasa de cambio nominal<br>fin de | DTF Nominal<br>(porcentaje) | Déficit fiscal<br>(porcentaje del PIB) | Tasa de desempleo en las trece ciudades<br>(porcentaje) |
|---------------------------------------|--|---------------|----------------------------------|-----------------------------|--|---|
| <b>Analistas locales</b>              |  |               |                                  |                             |  |   |
| Alianza Valores <sup>a/</sup>         | 3,4                                      | 3,5           | 3.300                            | 4,8                         | 2,8                                    | 9,0   |
| ANIF                                  | 3,3                                      | 3,5           | n.d.                             | 4,9                         | 2,1                                    | 10,6  |
| Banco de Bogotá <sup>a/</sup>         | 3,0                                      | 3,2           | 3.100                            | 4,6                         | 2,7                                    | 10,3  |
| Bancolombia <sup>a/</sup>             | 3,2                                      | 3,4           | 3.170                            | 4,7                         | 2,7                                    | 9,8   |
| BBVA Colombia <sup>a/</sup>           | 3,0                                      | 3,0           | 3.150                            | 4,7                         | 2,7                                    | 10,6  |
| BTG Pactual <sup>a/</sup>             | 3,4                                      | 3,2           | 3.120                            | 4,3                         | 2,7                                    | 9,8   |
| Corficolombiana                       | 3,2                                      | 3,4           | 2.980                            | 4,5                         | 1,8                                    | n.d.  |
| Corredores Davivienda <sup>a/b/</sup> | 3,2                                      | 3,3           | 3.155                            | 4,8                         | 2,7                                    | n.d.  |
| Credicorp Capital <sup>c/</sup>       | 3,3                                      | 3,3           | 3.000                            | 4,8                         | 2,1                                    | 10,6  |
| Davivienda <sup>a/</sup>              | 3,2                                      | 3,3           | 3.155                            | 4,8                         | 2,7                                    | n.d.  |
| Fedesarrollo <sup>a/</sup>            | 3,3                                      | 3,2           | n.d.                             | n.d.                        | 3,2                                    | n.d.  |
| Itaú <sup>a/d/</sup>                  | 3,3                                      | 3,0           | 3.180                            | 4,6                         | 2,7                                    | 9,8   |
| Ultraserfinco <sup>a/e/</sup>         | 3,3                                      | 3,2           | 2.970                            | 5,1                         | 2,6                                    | 11,5  |
| Promedio                              | 3,2                                      | 3,3           | 3.116                            | 4,7                         | 2,6                                    | 10,2  |
| <b>Analistas externos</b>             |  |               |                                  |                             |  |   |
| Citigroup                             | 3,1                                      | 3,3           | 3.048                            | n.d.                        | 2,1                                    | n.d.  |
| Deutsche Bank                         | 3,2                                      | 3,4           | n.d.                             | n.d.                        | 1,9                                    | n.d.  |
| Goldman Sachs                         | n.d.                                     | n.d.          | n.d.                             | n.d.                        | n.d.                                   | n.d.  |
| JP Morgan                             | 3,4                                      | n.d.          | 3.200                            | n.d.                        | n.d.                                   | n.d.  |
| Promedio                              | 3,2                                      | 3,4           | 3.124                            | n.d.                        | 2,0                                    | n.d.  |

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antigua Corredores Asociados.

c/ Antigua Correal.

d/ Antigua Corpbanca, hasta junio de 2017.

e/ Antigua Ultrabursátiles.

n.d.: no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2  
Proyecciones para 2020

|                                     | Crecimiento del PIB real<br>(porcentaje) | Inflación IPC | Tasa de cambio nominal fin de |
|-------------------------------------|--|---------------|-------------------------------|
| <b>Analistas locales</b>            |  |               |                               |
| Alianza Valores                     | 2,5                                      | 3,8           | 3.300                         |
| ANIF                                | 3,5                                      | 3,4           | n.d.                          |
| Banco de Bogotá                     | 3,5                                      | 3,0           | 3.125                         |
| Bancolombia                         | 3,4                                      | 3,2           | 3.240                         |
| BBVA Colombia                       | 3,3                                      | 3,2           | 3.020                         |
| BGT Pactual                         | 3,6                                      | 3,0           | 3.100                         |
| Corficolombiana                     | 3,5                                      | 3,5           | 3.010                         |
| Corredores Davivienda <sup>a/</sup> | n.d.                                     | n.d.          | n.d.                          |
| Credicorp Capital <sup>b/</sup>     | 3,2                                      | 3,2           | 2.900                         |
| Davivienda                          | n.d.                                     | n.d.          | n.d.                          |
| Fedesarrollo                        | 3,5                                      | 3,0           | n.d.                          |
| Itaú <sup>c/</sup>                  | 3,6                                      | 3,0           | 3.180                         |
| Ultraserfinco <sup>d/</sup>         | 3,6                                      | 3,1           | 3.000                         |
| Promedio                            | 3,4                                      | 3,2           | 3.097                         |
| <b>Analistas externos</b>           |  |               |                               |
| Citigroup                           | 3,5                                      | 3,2           | 2.992                         |
| Deutsche Bank                       | 3,3                                      | 3,4           | n.d.                          |
| Goldman Sachs                       | n.d.                                     | n.d.          | n.d.                          |
| JP Morgan                           | 3,1                                      | n.d.          | n.d.                          |
| Promedio                            | 3,3                                      | 3,3           | 2.992                         |

a/ Antiguo Corredores Asociados.

b/ Antiguo Correval.

c/ Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

d/ Antiguo Ultrabursátiles.

n.d.: no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

se encuentran dentro del rango de inflación, entre 2,0% y 4,0%, fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2019, aunque 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 COP3.116 frente a los COP3.099 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP3.124 para el cierre del año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,7%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,2%.

## 2. Proyecciones para 2020

Para 2020 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico del 3,4%, mientras que los extranjeros predicen uno de 3,3%. Con respecto a la inflación, los analistas locales la proyectan en 3,2%, y los extranjeros en 3,3%. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP3.097 y las externas de COP2.992.