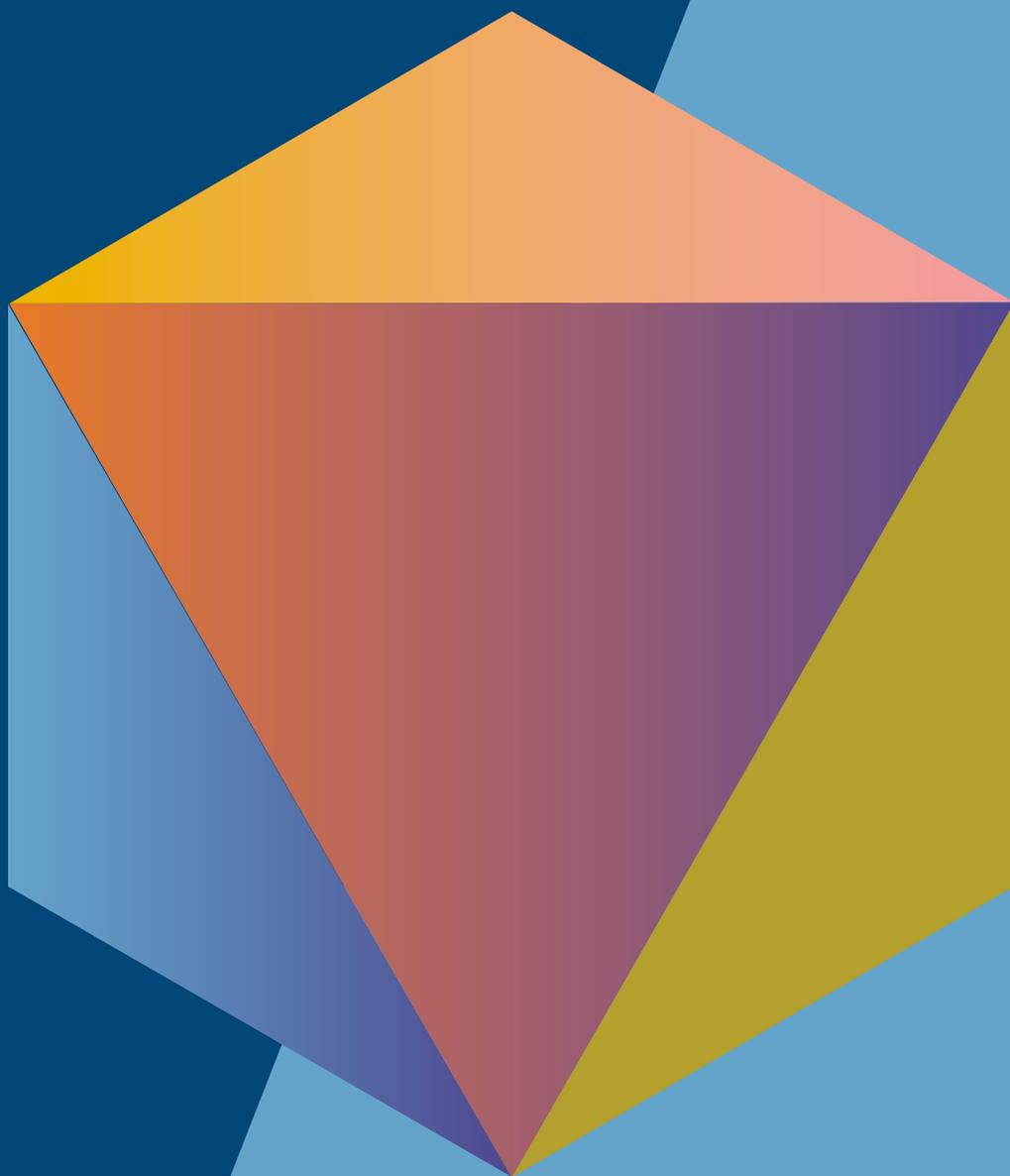

INFORME SOBRE INFLACIÓN

ISSN - 1657 - 7973



12/ 
2018



Diciembre de 2018

INFORME SOBRE **INFLACIÓN**

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 31 de enero de 2019.

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

ISSN - 1657 - 7973





INFORME
SOBRE
INFLACIÓN



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



Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica

Andrés González
Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas
Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo
Jefe

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, 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 /21

Recuadro 1: Determinantes del precio del petróleo y perspectivas para 2019 /30

2. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo /35

2.1 Comportamiento del PIB durante el tercer trimestre de 2018 /35

2.2 El PIB del tercer trimestre de 2018 /42

2.3 El PIB de todo 2018 /46

3. Desarrollos recientes de la inflación /48

3.1 Comportamiento general /48

3.2 Comportamiento por componentes /51

Recuadro 2: La nueva canasta familiar y sus implicaciones /55

4. Pronósticos de mediano plazo /58

4.1 Crecimiento económico para lo que resta de 2018 y 2019 /58

4.2 Inflación /62

4.3 Balance de riesgos /66

Anexo /71

Índice de gráficos

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

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 /20

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 /36

Gráfico 2.2 Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado y corregido por efectos calendario) /43

Gráfico 2.3 Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles ni vehículos automotores, desestacionalizado y corregido por efectos calendario) /43

Gráfico 2.4 Encuesta mensual del comercio al por menor (comercio minorista de vehículos automotores, desestacionalizado) /43

Gráfico 2.5 Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral /44

Gráfico 2.6 Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de maquinaria y equipo /44

Gráfico 2.7 Producción de café /45

Gráfico 2.8 Producción de petróleo /45

Gráfico 2.9 Producción industrial real total /46

Gráfico 3.1 Índice de precios al consumidor /49

Gráfico 3.2 Indicadores de inflación básica /50

Gráfico 3.3 IPP por procedencia /50

Gráfico 3.4 Salarios nominales /51

Gráfico 3.5 IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados /51

Gráfico 3.6 IPC de no transables, sin alimentos ni regulados /52

Gráfico 3.7 IPC de regulados y sus componentes /52

Gráfico 3.8 IPC de alimentos /53

Gráfico 3.9 IPC de alimentos por grupos /53

Gráfico 4.1 *Fan chart* del crecimiento anual del PIB /61

Gráfico 4.2 *Fan chart* del crecimiento anual del PIB trimestral /61

Gráfico 4.3 Pronósticos de inflación total anual de bancos y comisionistas de bolsa /65

Gráfico 4.4 Inflación total anual observada y expectativas de inflación /65

Gráfico 4.5 Expectativas de inflación total anual derivadas de los TES /65

Gráfico 4.6 *Fan chart* de la inflación total anual /66

Gráfico 4.7 *Fan chart* de la inflación anual sin alimentos ni regulados /66

Gráfico 4.8 Corte transversal del *fan chart* de inflación anual total para /70

Índice de cuadros

Cuadro 1.1 Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales /19

Cuadro 1.2 Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia /21

Cuadro 2.1 Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto /36

Cuadro 2.2 Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica /38

Cuadro 3.1 Indicadores de inflación al consumidor /49

Cuadro 4.1 Rangos de probabilidad del *fan chart* del crecimiento anual del PIB /62

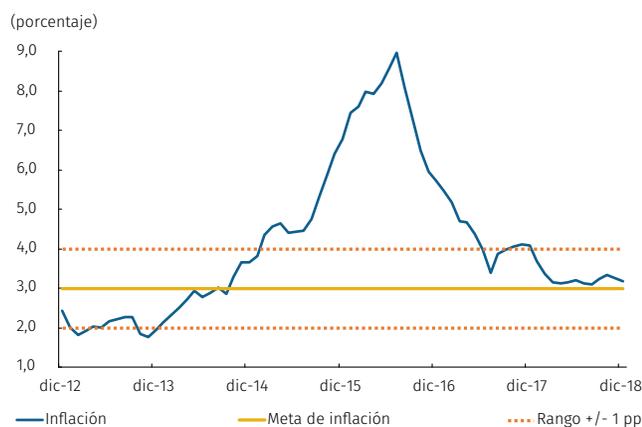
Cuadro 4.2 Probabilidad estimada de que la inflación anual total en diciembre de 2019 esté entre 2,0% y 4,0% /70

Cuadro 4.3 Rangos de probabilidad del *fan chart* de la inflación anual total /70

Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria

En diciembre de 2018 la inflación y todas las medidas de inflación básica descendieron y se situaron cerca de la meta del 3%. Las expectativas de inflación a uno y más años se encuentran alrededor de 3,5%. Las nuevas cifras de actividad económica para el último trimestre de 2018 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)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

A finales de 2018 la inflación volvió a sorprender a la baja, al situarse en 3,18% (Gráfico A), debido principalmente al comportamiento favorable de los precios de los transables y de los no transables (sin alimentos ni regulados). Debido a esto, la inflación sin alimentos ni regulados descendió a 2,64% y el promedio de las medidas de inflación básica cayó a 3,03%. Los precios de los alimentos siguieron registrando una tendencia al alza, con incrementos anuales inferiores a 3,0%, mientras que los precios de los regulados crecieron muy por encima de la meta. En enero de 2019 las expectativas de los analistas a uno y más años se situaron entre 3,3% y 3,5%, mientras que las implícitas en los títulos de deuda pública para dos, tres y cinco años se ubicaron entre 3,47% y 3,61%.

La inflación fue baja y cercana al 3% en el cuarto trimestre de 2018, en un contexto de brecha de producto negativa, con una relativa recuperación de la demanda interna. El consumo de los hogares habría registrado un mejor desempeño debido al comportamiento del gasto en bienes durables. La inversión se seguiría recuperando, especialmente la dirigida a la compra de maquinaria y equipo. Las cifras de comercio exterior sugieren que las exportaciones habrían crecido a un menor ritmo que las importaciones. Con esta información, el equipo técnico del Banco estima que el crecimiento económico para el cuarto trimestre se situará alrededor de 2,7%, y para todo 2018 en 2,6%. Para el mismo año el déficit de la cuenta corriente como porcentaje del PIB se situaría alrededor de 3,7%.

Al cierre de 2018 la cartera comercial (moneda nacional y extranjera, crédito externo directo y bonos) creció al 7,4% anual, la de consumo al 9,1%, y la hipotecaria al 11,1%. Las tasas reales de interés para los créditos comerciales, hipotecarios y de consumo (excepto tarjetas) se encuentran en niveles inferiores a los promedios de los últimos diez años.

El equipo técnico del Banco redujo (frente al informe anterior) sus pronósticos para el precio internacional del petróleo, el crecimiento de los socios comerciales y las tasas de interés externas. La actividad económica se seguirá recuperando y los excesos de capacidad productiva del país se reducirán. Algunos choques transitorios de oferta pueden generar leves incrementos de la inflación con respecto a su meta en el primer semestre de 2019, pero esta regresará a niveles cercanos al 3% en la segunda mitad del año.

Para 2019 el equipo técnico espera un precio promedio del petróleo de USD 63 por barril (Brent), sustancialmente menor a los USD 73 por barril mencionados en el anterior informe; la producción mundial de crudo creció y la demanda mundial se ha desacelerado ligeramente. El menor crecimiento del producto y la ausencia de presiones inflacionarias en las economías avanzadas sugieren menores incrementos en las tasas de interés de política, particularmente en los Estados Unidos. La prima de riesgo país y la cotización del peso frente al dólar se situaron por encima de sus promedios observados el año pasado.

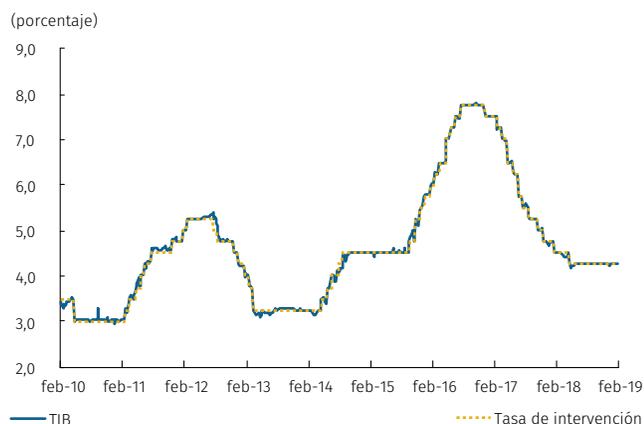
El equipo técnico del Banco revisó su pronóstico de crecimiento para la economía colombiana de un 3,5% a un 3,4%. El deterioro proyectado de los términos de intercambio y la leve desaceleración esperada de los socios comerciales serían, en parte, compensados por los efectos positivos de la Ley de Financiamiento, principalmente sobre la inversión. La aceleración del crecimiento económico previsto en 2019 implica un cierre parcial de la brecha del producto, y una posible ampliación del déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB.

Varios choques podrían elevar la inflación por encima de nuestra meta del 3% en el primer semestre del año: el incremento del 6,0% en el salario mínimo en cada uno de los dos últimos años; un fenómeno de El Niño moderado que elevaría el precio de los alimentos, y un precio de los bienes regulados que ha crecido a tasas superiores a 6,0% en los últimos años y que podría continuar creciendo a tasas altas en 2019. Se trata de choques transitorios en todos los casos, por lo que la inflación regresaría a niveles cercanos al 3% a finales del año.

En síntesis, la actividad económica se sigue recuperando a partir de un nivel inferior a la capacidad productiva de la economía. La inflación se ha reducido, pero nuestro pronóstico y las expectativas de los agentes aún superan el 3%. Las condiciones externas e internas sugieren un cierre gradual de la brecha del producto en 2019. La postura actual de la política monetaria es ligeramente expansiva.

Con base en la anterior información, en las reuniones de diciembre de 2018 y enero de 2019 la Junta ponderó los siguientes factores para tomar su decisión:

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB) (2010-2019)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 11 de febrero de 2019.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

- La dinámica de la actividad económica y la incertidumbre sobre la velocidad de su recuperación.
- La inflación observada, su convergencia esperada a la meta del 3% y los riesgos asociados a la misma.
- La actual postura moderadamente expansiva de la política monetaria.
- Los efectos sobre la economía colombiana derivados de las cambiantes condiciones financieras internacionales.

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

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

Juan José Echavarría
Gerente General

01

Contexto externo y balanza de pagos

Las perspectivas del contexto externo que enfrenta Colombia presentan un leve deterioro con respecto a lo observado en 2018 y a lo estimado en el informe anterior.

La menor demanda global y la fortaleza de la producción mundial de petróleo redujeron el precio proyectado de este bien básico para 2019.

No obstante, no se esperan cambios importantes en los flujos de capitales hacia Colombia y otras economías emergentes en 2019, dado que se sigue previendo una alta liquidez internacional.

Las nuevas estimaciones indican que el desbalance externo se habría ampliado en 2018, tendencia que se mantendría en 2019.

1.1 Contexto externo

En el último trimestre de 2018 el hecho más relevante para Colombia en el contexto externo fue la fuerte caída del precio del petróleo. Aunque en informes anteriores se esperaba un descenso en esta variable, este fue más pronto y marcado que lo contemplado.

Simultáneamente, en los últimos meses se observó un debilitamiento en el ritmo de crecimiento global, al tiempo que este siguió enfrentando riesgos importantes a la baja originados tanto en países avanzados como en emergentes. Así, a finales de 2018 las crecientes preocupaciones internacionales se tradujeron en un aumento en la percepción del riesgo global y en los indicadores de volatilidad financiera internacional. Esto se reflejó en una reasignación del portafolio en el ámbito internacional, con salidas de capitales desde mercados emergentes, a la vez que se presentaban aumentos en las primas de riesgo soberano de varias de las economías de la región, incluida Colombia.

No obstante, el deterioro en el contexto externo se revirtió parcialmente en las primeras semanas de enero, cuando se observó alguna mejoría en las condiciones

En este Informe se espera que la Fed siga con su estrategia de incremento de tasas, aunque dicho ajuste sería menor al presentado en el informe anterior.

financieras internacionales. Las señales recientes enviadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) sobre menores aumentos en su tasa de interés de política habrían sido un factor clave para tranquilizar a los mercados, en la medida en que sugieren que las condiciones de liquidez internacional seguirán siendo muy amplias ante el evento de un deterioro en el ritmo de crecimiento mundial. Esto ha permitido cierta reducción de las primas de riesgo y la recuperación de otros indicadores, incluidos los índices accionarios. En el caso de algunas economías emergentes como la colombiana, ello ha contribuido a alguna apreciación del tipo de cambio, luego de la importante depreciación que se registró en el último trimestre del año pasado.

Teniendo en cuenta lo anterior, en el escenario central de pronóstico que se presenta a continuación se revisó un poco a la baja el crecimiento de la demanda externa relevante para el país. Asimismo, se redujo en una proporción importante el pronóstico del precio del petróleo para 2019 y algo menos para 2020. Por otro lado, se espera que la Fed siga con su estrategia de incremento de tasas, aunque en una magnitud menor a la presentada en el informe anterior. Así, de nuevo se esperan efectos moderados sobre el costo de financiamiento externo de Colombia.

1.1.1 Actividad real, inflación y política monetaria

En 2018 la economía estadounidense completó nueve años de expansión consecutiva, alcanzando una tasa de crecimiento relativamente alta. Hacia adelante, sin embargo, este ritmo de expansión debería moderarse y converger al potencial.

El crecimiento del producto interno bruto (PIB) real en el tercer trimestre de 2018 fue revisado a la baja a 3,4% trimestre anualizado (t. a.) luego del 3,5% t. a. reportado anteriormente. Sus resultados en materia de crecimiento han estado soportados en un consumo privado que sigue fuerte, favorecido por las buenas condiciones del mercado laboral, por un mayor ingreso de los hogares y una confianza que continúa en niveles relativamente altos. Junto con el aumento del gasto federal, esto ha contrarrestado el mal desempeño reciente del sector externo y la desaceleración observada de la inversión.

La zona del euro, por su parte, ha registrado una disminución de su ritmo de crecimiento a lo largo de 2018 frente a lo observado en 2017¹. Al cierre estadístico de este Informe se conoció que 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. Esto representa una ligera desaceleración² que se explicaría por una demanda interna

1 El crecimiento anual de la zona del euro para todo 2018 fue de 1,8%, luego del 2,5% registrado en 2017.

2 El crecimiento de la zona del euro en el tercer trimestre fue de 1,6% con respecto al mismo período de 2017.

que, de acuerdo con los indicadores más recientes, habría continuado debilitándose, y por una moderación de la demanda externa, todo lo cual condujo a un retroceso de la producción industrial.

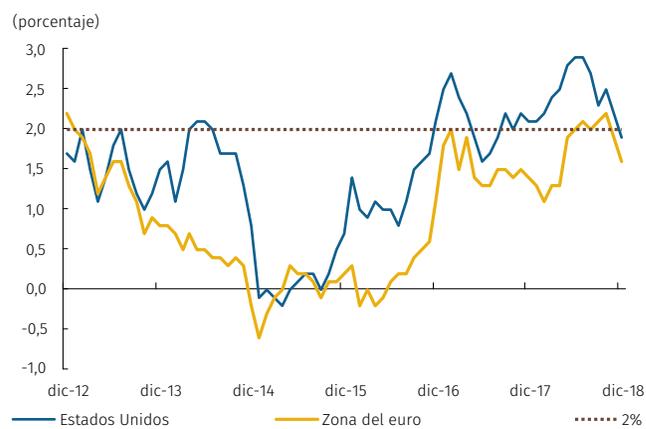
En el grupo de las economías emergentes, China es una de las que más incertidumbre genera. Esta economía ha continuado desacelerándose, registrando en el cuarto trimestre de 2018 la tasa anual más baja de crecimiento desde 2009 (6,4%). Los datos más recientes sugieren que el debilitamiento de la demanda externa y las barreras comerciales impuestas por los Estados Unidos habrían afectado el comportamiento de las exportaciones. Lo anterior habría sido contrarrestado, en parte, por las medidas de estímulo adoptadas por las autoridades locales, las cuales, a su vez, suponen un riesgo al ralentizar el proceso de ajuste sobre los altos niveles de deuda que presenta esta economía.

La inflación en las economías desarrolladas ha disminuido en los últimos meses, resultado en parte de la caída de los precios internacionales del petróleo. En los Estados Unidos este descenso se dio a pesar de la muy baja tasa de desempleo y de la presencia de una brecha del producto positiva. En dicho país la inflación total anual disminuyó de 2,3% en septiembre a 1,9% en diciembre de 2018. Por su parte, en la zona del euro la variación anual de los precios pasó de 2,1% en septiembre a 1,6% en diciembre de 2018 (Gráfico 1.1). A diciembre los valores para la inflación núcleo en estas economías no registran grandes cambios con respecto al trimestre anterior: 2,2% y 1,0%, respectivamente. Las expectativas de inflación para 2019 y 2020 han disminuido en los últimos meses y se sitúan en niveles cercanos a su meta de largo plazo, reflejando un panorama de menores presiones inflacionarias para estas economías.

1.1.2 Precios de los productos básicos

Con respecto a los precios de los productos básicos exportados por Colombia, se destaca la caída en el precio del petróleo desde USD 85 por barril en la primera semana de octubre a USD 53 por barril en las últimas semanas de 2018. Este descenso ha estado relacionado, en gran medida, con factores de oferta, entre los cuales se destaca el incremento de la producción de los Estados Unidos, Arabia Saudita y Rusia, y la flexibilización de las sanciones a las exportaciones de crudo de Irán. A lo anterior se sumaron las preocupaciones en torno del crecimiento económico global que han derivado en unas perspectivas más débiles de demanda por esta materia prima.

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



Fuente: Bloomberg.

Pese a lo anterior, en el corrido del año hasta el 31 de enero de 2019 el precio del petróleo se recuperó parcialmente (a USD60 por barril). Este desarrollo reciente de los precios ha sido resultado, en parte, de los recortes por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y sus aliados³ (Gráfico 1.2).

En cuanto a los términos de intercambio, en el último trimestre de 2018 se observó una disminución, resultado de la caída de los precios del petróleo; no obstante, los niveles registrados en lo corrido del año hasta el mes de noviembre siguen representando una mejora con respecto a 2017 (Gráfico 1.3). Por otro lado, los precios de los bienes importados mostraron una leve disminución, a tono con la inflación internacional.

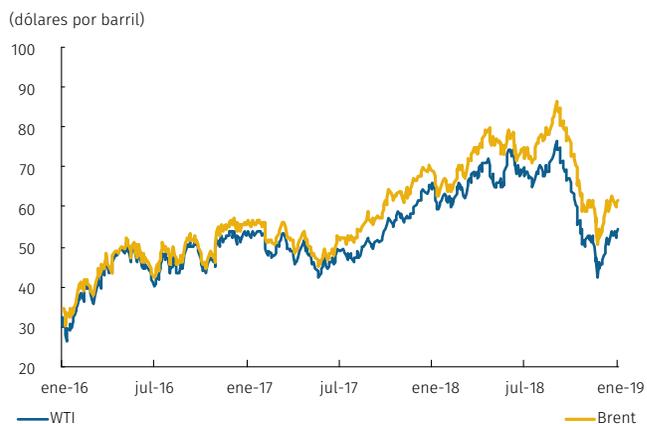
1.1.3 Mercados financieros

En el último trimestre del año los bancos centrales de las principales economías avanzadas continuaron con los planes de normalización de sus respectivas políticas monetarias, de acuerdo con lo esperado. Este es el caso de los Estados Unidos, donde en diciembre la Fed efectuó un aumento adicional en la tasa de interés de 25 puntos básicos (pb), ubicándola así en un rango entre 2,25%-2,50%. Si bien hasta el tercer trimestre de 2018 dichos incrementos se habían 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 aumentaron de manera importante), en los últimos meses de 2018 se observó una reversión en este comportamiento. Ello, en medio de una mayor preocupación en torno al crecimiento de esta economía y de una mayor aversión al riesgo, lo cual incrementó la demanda por activos considerados como más seguros. (Gráfico 1.4).

La tendencia observada a finales de 2018 en los bonos del tesoro habría sido reforzada por un menor

3 El acuerdo alcanzado el 7 de diciembre de 2018 establece un recorte en la producción de petróleo de 1,2 millones de barriles de petróleo diarios, el cual empezaría a partir de enero de 2019. Este acuerdo fue superior a lo esperado por el mercado (1 millón de barriles diarios).

Gráfico 1.2
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



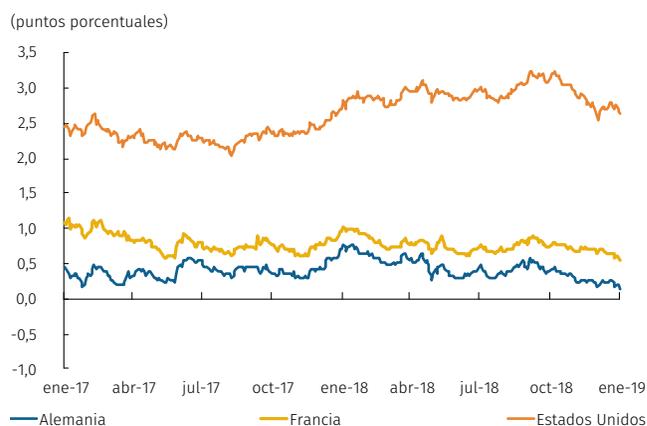
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Banco de la República.

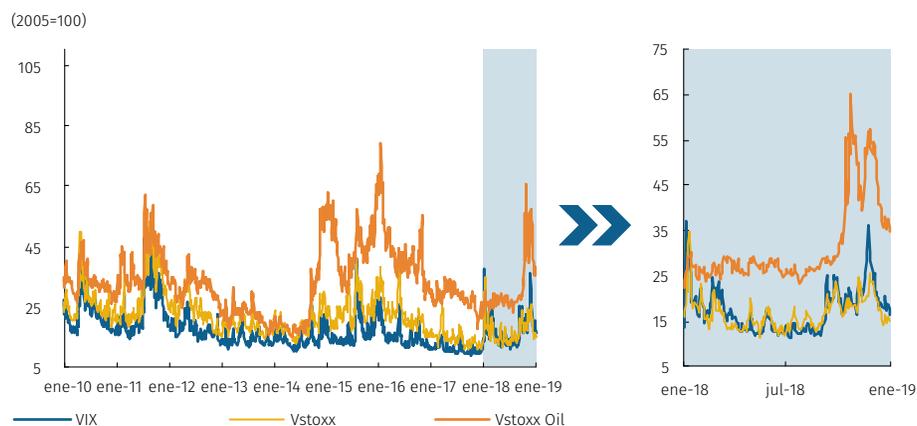
Gráfico 1.4
Tasa de interés de los bonos soberanos a diez años para algunas economías avanzadas



Fuente: Bloomberg.

optimismo con respecto a las perspectivas de ganancias corporativas y por una creciente preocupación sobre los altos niveles de endeudamiento alcanzados en este país y en otras economías avanzadas y emergentes. A ello se sumó la mayor incertidumbre por la situación política en el Reino Unido por cuenta del *brexit*, la situación fiscal en Italia y el efecto del cierre parcial del gobierno federal de los Estados Unidos. Lo anterior significó una corrección en los precios de algunos activos y un incremento del estrés en los mercados financieros internacionales, reflejado en un aumento importante de los indicadores de volatilidad (Gráfico 1.5).

Gráfico 1.5
Índices de volatilidad financiera



Fuente: Bloomberg.

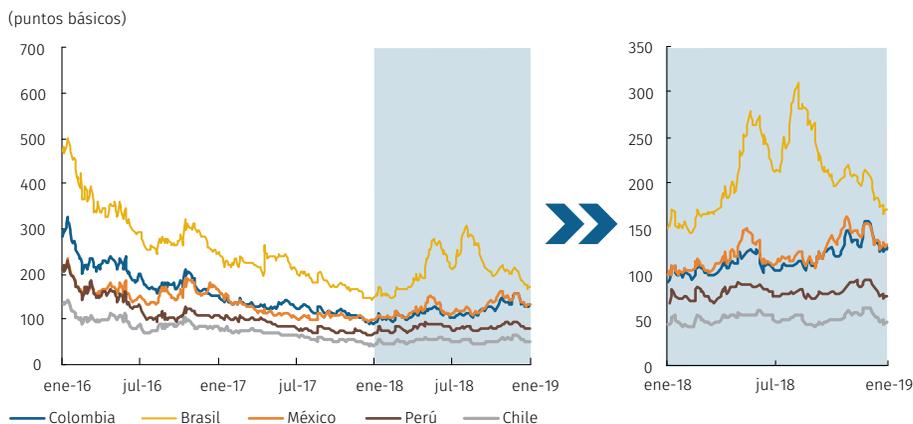
La mayor volatilidad financiera y la menor demanda por el riesgo se reflejaron en una reasignación de portafolio, con salidas de capitales desde los mercados emergentes, a la vez que se vieron aumentos en percepción del riesgo soberano hacia estas economías. Así, en la mayoría de las economías de América Latina se incrementaron las primas de riesgo país y se depreciaron las monedas, aunque moderadamente (Gráfico 1.6 y Gráfico 1.7).

Sin embargo, a comienzos del presente año se ha observado una mejoría en las condiciones financieras internacionales gracias, en buena parte, a los anuncios de la Fed que sugieren que el ciclo alcista de sus tasas de interés sería menor que lo esperado. Esto ha permitido cierta reducción de las primas de riesgo y la recuperación de otros indicadores, incluidos los índices accionarios. En el caso de algunas economías emergentes, como la colombiana, ello ha permitido cierta apreciación del peso, que revirtió parcialmente la depreciación observada en los últimos meses de 2018 (Gráficos 1.4, 1.5, 1.6 y 1.7)

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 2018 y 2019 se revisó levemente a la baja frente a lo presentado en el informe de septiembre.

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 el escenario central de pronóstico, el consumo y la inversión continuarían siendo el motor de crecimiento en las economías avanzadas. Para 2019 se proyecta una desaceleración gradual de estas economías hacia tasas de crecimiento más cercanas a sus niveles potenciales, acordes con unas políticas monetarias que continuarían siendo menos expansivas.

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; de la contracción del producto en Turquía y en Argentina, y de unas condiciones de financiamiento externo un poco más restrictivas. A lo anterior se suma el hecho de que la depreciación observada en el último trimestre de 2018 en la mayoría de las monedas de estas economías, junto con la aparición de presiones inflacionarias, ha llevado a que los bancos centrales de algunos de estos países eleven sus tasas de política monetaria.

Para 2019 se espera una moderación en el ritmo de crecimiento tanto de las economías avanzadas como de las emergentes.

Así, para los socios comerciales del país (sin Venezuela) se proyecta una expansión económica (ponderada por el comercio no tradicional) de 2,5% anual para 2018 y de 2,3% para 2019⁴ (Gráfico 1.8), siendo aún superior a lo observado en 2015 y 2016 (1,9% en promedio). Las siguientes fueron las revisiones de los pronósticos individuales del escenario central con respecto al informe anterior (Cuadro 1.1).

- Para la zona del euro se redujo el pronóstico de crecimiento económico para 2018 y 2019, dado que los datos observados han sido más débiles de lo esperado, en particular, en algunas de las mayores economías del bloque (Alemania e Italia). En este contexto, se espera que el ritmo de crecimiento económico de la zona del euro siga soportado en una demanda interna favorecida por unas condiciones crediticias que seguirían siendo expansivas. Esto, dada la aún muy holgada postura de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE).

Cuadro 1.1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2017	Proyecciones para 2018			Proyecciones para 2019		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Principales socios							
Estados Unidos	2,2	2,8	2,9	3,0	1,4	2,5	3,2
Zona del euro ^{a/}	2,5	1,8	1,9	2,0	0,7	1,6	2,2
Venezuela ^{b/}	-14,0	-17,0	-14,0	-11,0	-11,0	-6,0	-1,0
Ecuador	2,4	0,9	1,1	1,3	-0,7	0,6	2,3
China ^{c/}	6,8	6,5	6,6	6,7	5,4	6,2	6,7
Otros socios							
Brasil	1,1	1,2	1,3	1,4	1,3	2,3	3,4
Perú	2,5	3,7	3,8	3,9	2,5	3,8	5,0
México	2,1	2,0	2,1	2,2	0,8	2,0	3,3
Chile	1,5	3,9	4,0	4,1	2,4	3,4	4,4
Total socios comerciales (sin Venezuela) (ponderado por no tradicionales)	2,5	2,4	2,5	2,6	1,4	2,3	3,2
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)	2,0	1,8	2,0	2,2	1,0	2,1	3,1

a/ El dato del crecimiento del PIB de la zona del euro del cuarto trimestre fue publicado el día 31 de enero. Este dato hizo parte del conjunto de información utilizado por la Junta Directiva del Banco de la República para su decisión del 31 de enero. Sin embargo, los pronósticos aquí presentados no incorporaron esta nueva información.

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

c/ El dato del crecimiento del PIB de China del cuarto trimestre fue publicado el 20 de enero. Este dato hizo parte del conjunto de información utilizado por la Junta Directiva del Banco de la República para su decisión del 31 de enero. 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).

4 Para el informe de septiembre de 2018 se proyectaba un crecimiento de los socios comerciales (sin Venezuela) de 2,6% para 2018 y 2,5% para 2019.

- En América Latina se redujo el crecimiento económico de Ecuador, Perú, México y Venezuela. Lo anterior, debido a que se esperan unos precios más bajos de los *commodities*, a que los datos fueron más débiles que los esperados, a la persistencia de la incertidumbre política en algunas de estas economías y a las políticas de austeridad fiscal. Por otro lado, en el caso de Chile en este *Informe* se aumentó el pronóstico de crecimiento, debido a que los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica seguiría en una senda de crecimiento sólida, soportada por una boyante demanda interna.

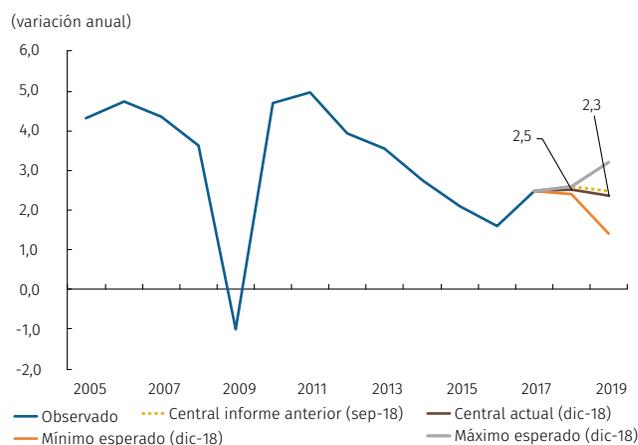
En el escenario central de pronóstico aquí descrito se espera que la Fed continúe con su estrategia de incremento de tasas, dadas las buenas condiciones que enfrenta el mercado laboral estadounidense y la buena dinámica de crecimiento observada y esperada en los Estados Unidos, por encima de su potencial. No obstante, los recientes anuncios por parte de la Fed ante los relativamente bajos niveles de inflación observados y las escasas presiones que se prevén hacia futuro en este frente, sugieren que dicho aumento sería menor que lo sugerido en los anuncios de meses anteriores.

Particularmente, en este *Informe* se espera un incremento de 25 puntos base (pb) de la tasa de interés de política de la Fed durante 2019 (dos incrementos menos que el informe de septiembre). Así, a finales de año esta tasa se ubicaría en un rango entre 2,50% y 2,75%. A lo anterior se sumaría el programa de reducción en la hoja de balance, que al parecer se continuaría cumpliendo de acuerdo con lo anunciado. En el caso del BCE, no se anticipan incrementos en la tasa de política antes de la primera mitad de 2019. Por otro lado, conforme a lo anunciado, el BCE finalizó su programa de compra de activos en diciembre y anunció que la reinversión de los títulos vencidos seguiría por un largo período.

Este escenario supone que la normalización gradual de la política monetaria en las economías avanzadas tiene un impacto moderado en la percepción de riesgo y el costo de financiamiento de economías como la colombiana, que en el pasado reciente han mostrado un manejo prudente de su endeudamiento externo. Así, se supone que la prima de riesgo de Colombia aumentará gradualmente, aunque, en consonancia con la reducción del pronóstico del precio del petróleo y del crecimiento de los socios comerciales, dicho incremento sería algo más rápido que el previsto antes.

En el escenario central no se contemplan los efectos negativos que pueda traer el cierre del gobierno federal a finales de 2018 y comienzos de 2019 sobre la economía de los Estados Unidos. El escenario

Gráfico 1.8
Crecimiento promedio de los socios comerciales
(ponderado por comercio no tradicional)^{a/}



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.

El descenso del precio del petróleo a niveles más sostenibles se adelantó, debido a la fortaleza de la oferta mundial y a una demanda más débil.

descrito tampoco contempla 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 las negociaciones.

En cuanto a las materias primas, en este *Informe* se redujo el pronóstico del precio del petróleo para 2019 (Cuadro 1.2), en vista de las menores cotizaciones observadas en los últimos meses; del incremento de la producción y de los inventarios globales (en particular en los Estados Unidos), y de las perspectivas más débiles de demanda global por crudo. Así, se espera un precio promedio de USD 63 por barril (referencia Brent) para 2019. Esto implica un leve incremento de sus precios frente a los niveles observados en las primeras semanas del año (USD 59,96 por barril en promedio hasta el 31 de enero).

Cuadro 1.2

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

	2018	Proyecciones para 2019		
		Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado
Petróleo Brent (dólares por barril)	71,6	52	63	77
Carbón (dólares por tonelada)	85,8	67	81	91
Café colombiano (<i>ex dock</i>) (dólares por libra)	1,37	1,2	1,4	1,6
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.269	1.500	1.270	1.100

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

El escenario central presentado del contexto externo enfrenta riesgos principalmente a la baja. Las preocupaciones sobre la duración de la actual fase expansiva de la economía global han aumentado recientemente y ahora se asigna una mayor posibilidad a una fuerte desaceleración económica dentro de un poco más de un año. A lo anterior se suma la creciente inquietud en torno a los altos niveles de deuda mundial registrados, en particular de los Estados Unidos y China. Adicionalmente, ese probable ciclo bajista podría ser reforzado por la adopción de medidas proteccionistas en los Estados Unidos y otros países, por una reanudación del cierre parcial del gobierno federal de los Estados Unidos con efectos sobre la actividad económica, por una mayor desaceleración de la economía china a la contemplada y por un eventual desenlace incierto del *brexit*, entre otros. Adicionalmente, en este entorno no se puede descartar un mayor descenso de los precios del petróleo, junto con unas mayores primas de riesgo soberano.

1.2 Balanza de pagos

1.2.1 Resultados al tercer trimestre de 2018

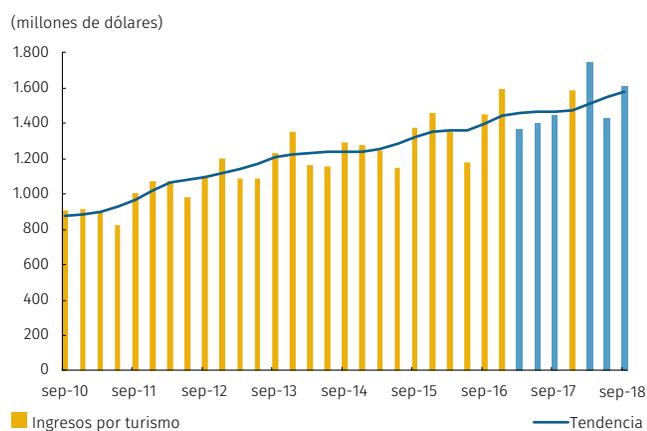
Entre enero y septiembre de 2018 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 9.019 m, levemente mayor al

de un año atrás, cuando se ubicó en USD 8.850 m. Sin embargo, como proporción del PIB, este fue de 3,6%, lo que significó una reducción de 0,3 pp frente al 3,9% observado en igual período de 2017.

Con respecto a lo ocurrido un año atrás, se destaca el incremento en los egresos netos del rubro renta de los factores (USD 2.171 m), compensado parcialmente por la disminución del déficit comercial de bienes (USD 1.141 m) y, en menor medida, por el incremento de los ingresos netos por transferencias corrientes (USD 654 m).

La disminución del déficit comercial de bienes ocurrió gracias al crecimiento de las exportaciones por USD 4.309 m (15%), que compensó el de las importaciones (USD 3.168 m; 9,6%). El aumento de las ventas externas se dio en un entorno de mayores precios de los principales bienes básicos, en especial de petróleo y carbón. Además, las ventas de productos industriales registraron niveles mayores a los de un año atrás (8,8%) acordes con el mayor crecimiento de los principales socios comerciales. Por otro lado, el incremento de las compras externas estuvo explicado por el crecimiento generalizado de varios rubros, en especial de insumos y bienes de capital para la industria.

Gráfico 1.9
Ingresos asociados al gasto de extranjeros en Colombia por concepto de viajes^{a/}



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

En cuanto al déficit de la cuenta de servicios, este disminuyó en USD 207 m en el mismo período. Por el lado de las exportaciones, sobresalen los mayores ingresos recibidos por concepto de turismo, los cuales crecieron 13,4% anual (Gráfico 1.9), así como por la venta de otros servicios. En las importaciones se destacan los mayores egresos asociados con la importación de servicios de transporte, gastos de viajes y pagos de seguros.

Por su parte, durante 2018 a septiembre el incremento de los egresos netos por renta factorial 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 13,8%, gracias, sobre todo, al crecimiento de las remesas de trabajadores. En esta última partida los aumentos más importantes se observaron en las remesas enviadas desde los Estados Unidos, España y algunos países latinoamericanos.

En cuanto al financiamiento externo, durante 2018 a septiembre se observaron entradas netas de capital por USD 8.800 m, mayores a las de un año atrás, cuando se ubicaron en USD 8.313 m. Durante este período, la inversión directa neta fue de USD 5.371 m, contribuyendo con cerca del 60% del financiamiento externo neto recibido por el país. La distri-

bución por actividad económica de la IED recibida en este período fue la siguiente: minería y petróleo (37,0%), servicios financieros y empresariales, 22,4%; transporte y comunicaciones, 14,5%; comercio y hoteles, 11,1%; industria manufacturera, 3,9%, y el resto de sectores, 11,1%.

Por concepto de inversiones de cartera, el país registró entradas de capital extranjero por USD482 m, al tiempo que constituyó activos financieros en el exterior por USD1.840 m. Los recursos recibidos se originaron en la compra de TES por inversionistas extranjeros, los cuales permitieron compensar parcialmente los pagos de amortizaciones por títulos de deuda de largo plazo y la salida de extranjeros del mercado accionario.

En cuanto a otros flujos de capital, en lo acumulado del año a septiembre el país registró entradas netas por USD5.268 m, debido, principalmente, a los préstamos contratados con la banca comercial y entidades multilaterales del exterior. Durante el período de análisis las reservas internacionales por transacciones de la balanza de pagos aumentaron en USD480 m, debido a los ingresos por rendimiento neto del portafolio. A septiembre de 2018 el saldo de reservas internacionales netas de Colombia ascendió a USD47.512 m, y para diciembre esta cifra fue de USD48.393 m.

1.2.2 Pronósticos

1.2.2.1 Estimación para el cuarto trimestre de 2018

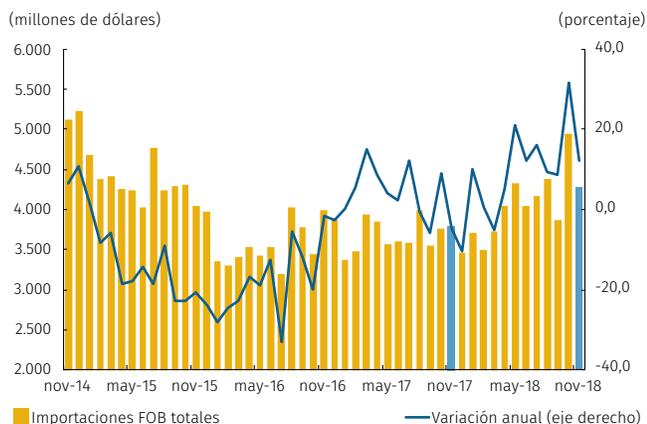
Las cifras del balance externo para el cuarto trimestre de 2018 sugieren que su ajuste se detuvo. De acuerdo con la información disponible, en este *Informe* se proyecta un déficit en la cuenta corriente para el cuarto trimestre de 2018 superior al promedio observado en los últimos cuatro trimestres, tanto en dólares como en proporción al PIB. Este se habría ubicado cerca del 3,9% en términos del PIB, superior en 2 pp al registro de un año atrás. Cabe resaltar el bajo nivel del déficit observado en el cuarto trimestre de 2017 como consecuencia del aumento de las exportaciones de petróleo y carbón en ese período, así como de la caída de las importaciones de bienes.

En cuanto al comercio exterior de bienes, los datos disponibles muestran que en el bimestre octubre-noviembre las importaciones *free on board* (FOB) se incrementaron en USD1.652 m (21,8% en términos anuales), debido al aumento generalizado de los diferentes grupos de productos (Gráfico 1.10) (véase sombreado, pp. 24). Por el lado de las exportaciones totales, en dicho período estas aumentaron en USD763 m (12%) frente al año anterior (Gráfico 1.11), principalmente por el mayor valor exportado de petróleo y sus derivados. Se destaca que durante octubre-noviembre el precio promedio del petróleo para la referencia Brent se ubicó en USD73,7 por barril, superior al observado en el mismo período de un año atrás.

La mejora en los términos de intercambio del país contribuyó a la reducción del déficit comercial entre enero y septiembre de 2018.

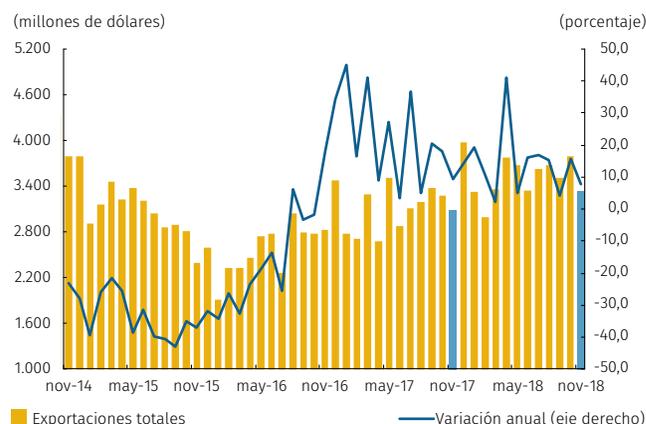
La información disponible del cuarto trimestre de 2018 indica que para todo 2018 se habría dado una ampliación del déficit en la cuenta corriente.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para el bimestre octubre-noviembre de 2018

En noviembre de 2018 las exportaciones totales de bienes crecieron 7,9% en términos anuales (Gráfico 1.11). En el bimestre octubre-noviembre el crecimiento fue del 12,0%, soportadas principalmente por el crecimiento de las de origen minero, las cuales aportaron 12,2 pp a la variación total. Por otra parte, las exportaciones no tradicionales crecieron en términos anuales al 1,2%, mientras que las agrícolas disminuyeron un 5,0% (Cuadro A).

A noviembre, el promedio de los precios internacionales de los bienes mineros de exportación del período analizado continuaban impulsando las ventas de este sector¹. Se destaca el aumento de las exportaciones de petróleo crudo y refinación, las cuales crecieron 23,1% y 71,0%, respectivamente, frente al mismo bimestre de 2017, aportando en el período 11,2 pp a la variación de las exportaciones totales (Cuadro A).

¹ El índice de precios para los productos mineros exportados creció 18,6% en el bimestre octubre-noviembre de 2018 frente al mismo período de 2017. El crecimiento del índice en el período agosto-septiembre fue de 34,3%.

En noviembre, las exportaciones no tradicionales se contrajeron 2,7% en términos anuales (Gráfico A). En el período octubre-noviembre estas crecieron 1,2% frente al mismo bimestre de un año atrás. Dicho resultado se explica, principalmente, por un mejor comportamiento en las ventas externas con destino a los Estados Unidos (18,6%) y Ecuador (11,5%), las cuales contribuyeron en 4,8 pp a la variación anual de las exportaciones no tradicionales (Cuadro A). Por el contrario, se observaron menores despachos al resto de la Aladi², México, Asia, Venezuela y a la Unión Europea. Hacia los Estados Unidos, principal socio comercial, el crecimiento de las exportaciones no tradicionales en noviembre fue del 18,3% en términos anuales (Cuadro A). Este ritmo, aunque alto, es menor a la participación observada en meses anteriores (Gráfico B).

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

Cuadro A
Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para el bimestre octubre-noviembre de 2018 (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	12,0	12,0			
Bienes de origen minero	20,4	12,2	Petróleo crudo	23,1	7,2
			Refinación de petróleo y otros	71,0	4,0
			Caucho y plástico	22,9	0,4
			Alimentos y bebidas	3,3	0,2
Resto de exportaciones ^{a/} (No tradicionales)	1,2	0,3	Hacia Estados Unidos	18,6	3,1
			Hacia Ecuador	11,5	1,7
			Hacia resto de destinos	4,3	0,8
			Café	-7,4	-0,5
Bienes de origen agrícola	-5,0	-0,6	Flores	-2,3	-0,1
			Banano	-1,6	0,0
Total importaciones	21,8	21,8			
Bienes de capital	27,3	8,6	Equipo de transporte	72,3	5,2
			Bienes de capital para la industria	14,9	3,1
Bienes intermedios	18,8	8,1	Materias primas para la industria	18,8	6,2
			Combustibles	23,6	1,6
Bienes de consumo	20,3	5,1	Bienes durables	34,2	3,8
			Bienes no durables	9,5	1,4

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

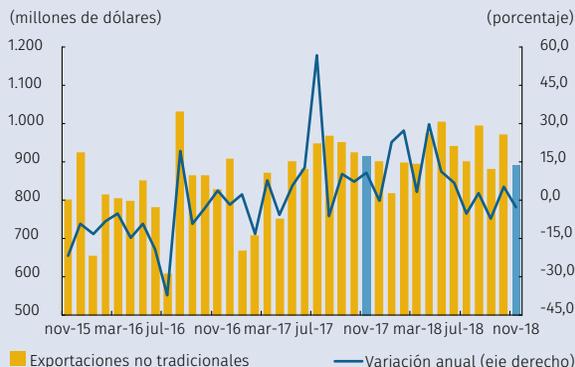
Con respecto a las exportaciones agrícolas tradicionales en el bimestre octubre-noviembre, las ventas externas de flores, banano y café se contrajeron 2,3%, 1,6% y 7,4% en términos anuales (Cuadro A). La variación total de las exportaciones de este grupo de bienes (-5,0%) se explica por una caída en el índice de precios del 6,7%, que fue parcialmente compensada por un aumento del 1,7% en los volúmenes exportados.

En cuanto a las importaciones FOB, en noviembre se observó un crecimiento del 12,6% en términos anuales (Gráfico 1.10). Los bienes intermedios, impulsados

por las compras externas de materias primas para la industria, fueron los que más contribuyeron a las importaciones totales (4,7 pp) (Gráfico C). En el bimestre octubre-noviembre se observaron crecimientos en todos los grupos de bienes, con una expansión de 21,8% en términos anuales para las importaciones totales. La mayor contribución la mostró el grupo de bienes de capital (8,6 pp), impulsado, principalmente, por un mayor dinamismo de las compras externas de equipos de transporte (72,3%) (Cuadro A).

Dentro del grupo de bienes intermedios, que se expandió 18,8% en el bimestre, el rubro de materias primas

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

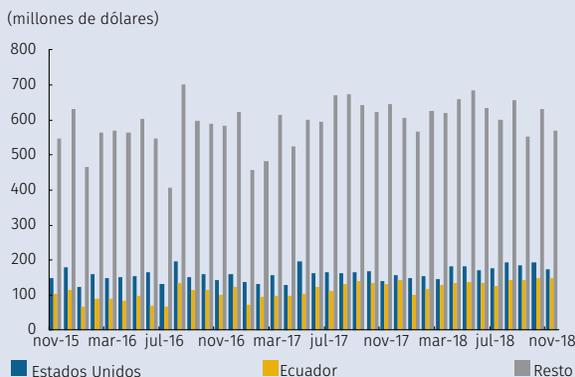


a/ Sin petróleo ni derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. En su mayoría son exportaciones manufactureras.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

para la industria fue el que más aportó (6,2 pp), seguido por el de combustibles (1,6 pp) y materias primas para la agricultura (0,3) (Cuadro A).

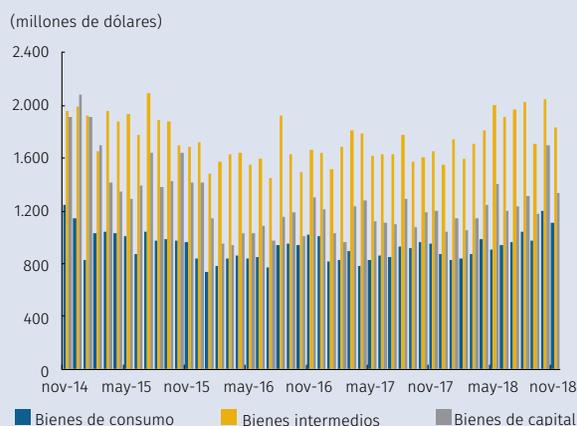
En cuanto a los bienes de consumo, las importaciones de bienes no duraderos crecieron 9,5%, soportadas por las compras de productos alimenticios, farmacéuticos y vestuario. Por su parte, las compras externas de bienes duraderos crecieron 34,2%, recuperación que se explica por el aumento del rubro de vehículos de transporte particular, principalmente (Cuadro A).

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



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: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por otra parte, se espera que el déficit de servicios no factoriales para el cuarto trimestre sea algo similar al registrado en igual período de un año atrás, en tanto que debería incrementarse el déficit por renta factorial. Esto último, debido al aumento en el pago de intereses por préstamos y títulos de deuda y a las mayores utilidades de las empresas con capital extranjero de sectores diferentes al minero y petrolero.

En relación con los flujos de capital, se estima que durante el cuarto trimestre de 2018 la IED habría sido similar a la observada en igual período de 2017, impulsada por los recursos recibidos por sectores diferentes del minero y petrolero, acorde con las favorables perspectivas de la economía colombiana. Por otra parte, la información dis-

ponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria muestra que entre octubre y diciembre se registró una caída anual de los recursos de inversión extranjera de portafolio del sector privado. A lo anterior se sumarían recursos provenientes de créditos externos con la banca multilateral, obtenidos especialmente por el Gobierno y otras entidades del sector público.

1.2.2.2 Estimación para todo 2018 y 2019

Los ejercicios de pronóstico efectuados para este *Informe* indican que el déficit en la cuenta corriente en términos del PIB habría aumentado en todo 2018 frente a lo observado en 2017. En el escenario más probable el déficit corriente para 2018 estaría alrededor de USD 12.390 m, correspondientes al 3,7% del PIB (Cuadro 1.3). El mayor déficit corriente se habría explicado por una aceleración en el ritmo de crecimiento de los egresos corrientes, en contraste con la desaceleración de los ingresos.

La mayor parte del incremento del déficit corriente en 2018 habría sido explicada por el aumento de los egresos netos por renta factorial, debido al incremento de las utilidades de las empresas extranjeras que operan en el sector mineroenergético, acordes con los mayores precios de exportación en el promedio del año. También, se espera una mejora de las utilidades de las empresas que operan en el resto de sectores, acorde con el mayor crecimiento previsto de la economía. A lo anterior se habrían sumado los mayores pagos por intereses de la deuda externa, debido al mayor nivel de deuda y al aumento de las tasas de interés externas.

Para todo 2018 se estima que el balance en el comercio de bienes habría continuado siendo deficitario, y algo mayor al registrado en 2017. El buen comportamiento de las exportaciones favorecidas por el crecimiento en las ventas externas de los principales productos y, en menor proporción, por las de bienes industriales, habría sido compensado con el importante incremento de las importaciones, en especial durante la segunda mitad del año. El incremento del valor exportado habría sido impulsado sobre todo por el nivel relativamente alto del precio internacional del crudo, el cual se mantuvo hasta mediados de noviembre, y por el efecto de la recuperación de la demanda externa sobre los bienes manufacturados colombianos.

El déficit de servicios se estima para 2018 en niveles inferiores a los de 2017. Por el lado de los ingresos, estos habrían sido impulsados principalmente por las mayores entradas asociadas con el turismo. Por su parte, los egresos habrían aumentado debido al mayor gasto por viajes de colombianos en el exterior y al incremento de los pagos por fletes.

En el escenario más probable, el déficit corriente para 2018 estaría alrededor de 3,7% del PIB.

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

	2014	2015	2016 (pr)	2017 (pr)	2018 (proy)	2019 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	-19.762	-18.564	-12.025	-10.508	-12.390	-13.165
Porcentaje del PIB	-5,2	-6,3	-4,2	-3,3	-3,7	-3,9
A. Bienes y servicios	-11.863	-18.267	-12.680	-8.715	-9.085	-11.672
B. Ingreso primario (renta de los factores)	-12.521	-5.727	-5.225	-8.389	-10.870	-9.846
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	4.622	5.430	5.880	6.596	7.565	8.353
Cuenta financiera (A + B + C + D)	-19.290	-18.243	-12.275	-9.856	-12.170	-13.165
Porcentaje del PIB	-5,1	-6,2	-4,3	-3,1	-3,6	-3,9
A. Inversión directa (ii-i)	-12.268	-7.505	-9.333	-10.267	-7.847	-7.723
i. Extranjera en Colombia (IED)	16.167	11.723	13.850	13.956	11.622	11.769
ii. Colombiana en el exterior	3.899	4.218	4.517	3.690	3.775	4.046
B. Inversión de cartera	-11.565	-9.166	-4.839	-1.618	-1.484	-892
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	106	-1.988	1.731	1.484	-3.910	-6.129
D. Activos de reserva	4.437	415	165	545	1.070	1.579
Errores y omisiones (E Y O)	472	321	-251	652	219	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.

Finalmente, para el año completo se estiman mayores ingresos netos por transferencias, debido en particular al dinamismo observado en la economía mundial, en especial en los Estados Unidos y la zona del euro (véase la sección 1.1 de este capítulo).

En cuanto a los flujos de capital, en todo 2018 la inversión directa habría sido el principal rubro de entradas de capital extranjero. Además, se prevé una mayor contratación de préstamos (desembolsos netos) con multilaterales y bancos del exterior, en contraste con las amortizaciones netas de 2017 (Cuadro 1.3). En relación con las inversiones de cartera, el escenario central para 2018 supone una menor colocación de bonos por parte del sector público y un menor dinamismo de los extranjeros en el mercado de TES.

Con respecto a 2019, se espera que se disipe el impulso que tuvieron las exportaciones de petróleo y carbón en 2018. Esto, acorde con el retroceso de los precios de exportación, 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.

El retroceso de los precios de exportación y el dinamismo de la demanda interna previstos para 2019 se reflejarían en una ampliación del desbalance externo.

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, especialmente 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 estos, 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 13.165 m (3,9% del PIB) (Cuadro 1.3).

En relación con el financiamiento, para 2019 se estima un aumento de los flujos por otra inversión, originados en liquidaciones de activos externos y, en menor medida, por contratación de nueva deuda. Se prevé un nivel similar de los flujos de IED, impulsada por los recursos destinados a sectores diferentes de petróleo y minas, y se espera que continúe, aunque a un menor ritmo, 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 enero de 2019.

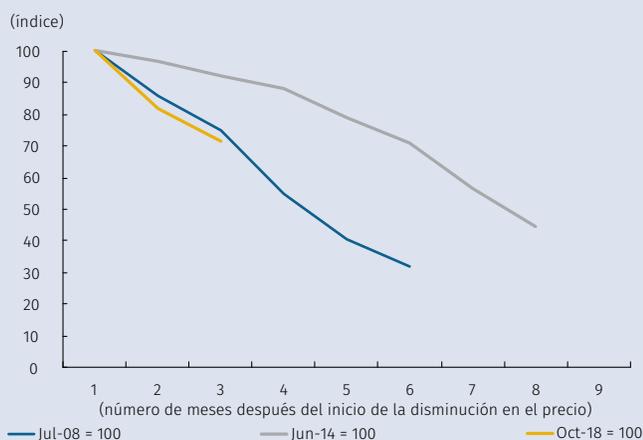
Recuadro 1

Determinantes del precio del petróleo y perspectivas para 2019

Franky Galeano Ramírez
Carlos Daniel Rojas
Edward Gómez Beltrán*

El 2018 fue un año en el que se registró una amplia volatilidad y cambios bruscos en el precio del petróleo¹. La cotización del crudo alcanzó registros que no se observaban desde 2014, llegando a un máximo en octubre de USD 86 por barril, antes de desplomarse a USD 50 en diciembre, lo cual significó una disminución del 29% en el valor mensual promedio del precio del petróleo (Gráfico R1.1) Esta caída se presentó a pesar de que durante buena parte del año el clima del mercado del crudo giró sobre factores que ejercían presiones al alza, como las expecta-

Gráfico R1.1
Disminuciones pronunciadas recientes del precio del petróleo (Brent)



Fuente: Bloomberg.

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

1 El indicador de volatilidad para los precios del petróleo (Vstox Oil) en 2018 alcanzó valores que no se observaban desde hace tres años; en noviembre de 2018 alcanzó un valor máximo de 65.

tivas de las posibles sanciones a Irán, la aceleración del declive de la producción en Venezuela y la disciplina por parte de los países de la OPEP y sus aliados para balancear el mercado.

En este sentido, entender las causas detrás de los movimientos del precio del crudo es importante para determinar qué tan transitorios o permanentes pueden ser y hasta qué punto se reflejan en las expectativas del mercado. Ello debe redundar en mejores pronósticos de mediano plazo; con este propósito en mente, el presente recuadro analiza los determinantes históricos del precio del petróleo, poniendo énfasis en la coyuntura más reciente, y sus perspectivas para 2019.

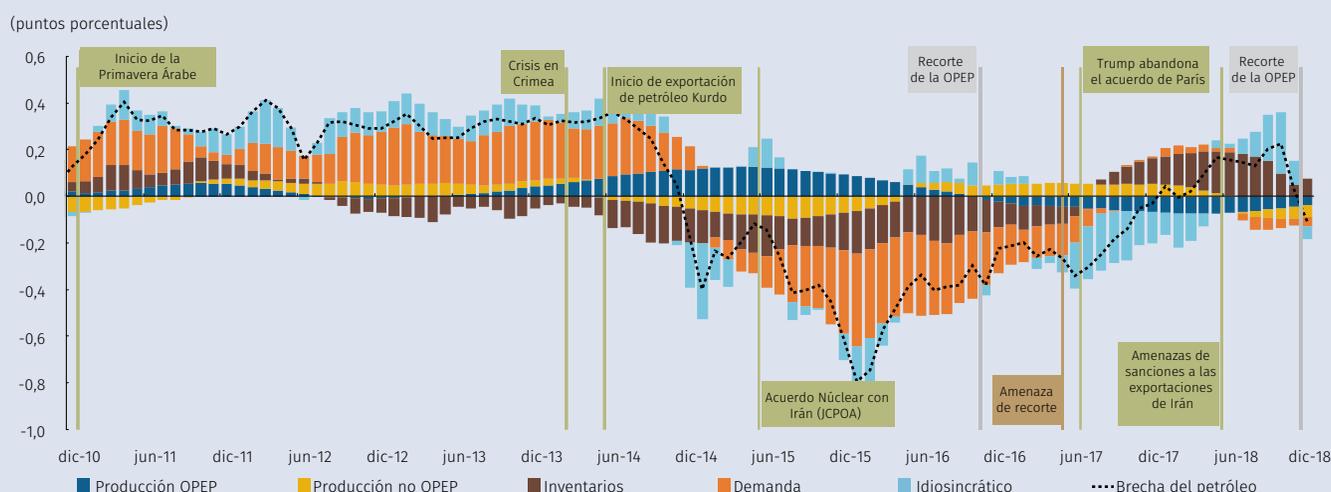
1.1 Descomposición histórica del precio del petróleo

El presente trabajo utiliza la metodología desarrollada en el documento seminal de Kilian (2009). En este documento, el autor propone un modelo de vectores autorregresivos con una especificación estructural que permite identificar choques de oferta y de demanda que afectan el precio del petróleo. Si bien el marco original ha mostrado dificultades para explicar los movimientos de años recientes (Davig *et al.*, 2015), posiblemente por la omisión de variables que reflejan cambios en las expectativas sobre oferta o demanda futura, la técnica econométrica continúa siendo ampliamente utilizada en la literatura académica, en parte porque permite sintetizar los efectos conjuntos de agregados macroeconómicos y del precio del crudo.

Aproximaciones útiles para seleccionar y clasificar los determinantes claves del precio del petróleo se pueden encontrar en los trabajos de Barsky y Kilian (2002, 2004), Kilian y Murphy (2014), Hamilton (2014) y Fueki *et al.* (2018), entre otros. Por el lado de la oferta se utiliza la producción de petróleo separada entre OPEP y no OPEP, junto con la serie de inventarios de la OCDE como una *proxy* de sus niveles mundiales. Las primeras dos variables dan cuentas del *flujo* en la producción y de los procesos de decisión de bloques de países, mientras que los inventarios ayudan a sintetizar las expectativas sobre la oferta futura dado que el petróleo es una mercancía almacenable. Por el lado de la demanda se considera la producción de acero como una *proxy* de la dinámica económica y, en particular, de la demanda por materias primas industriales (Kilian y Zhou, 2018), además del precio del cobre y de la tasa de cambio nominal del dólar como indicadores de la demanda global contemporánea y futura (Hamilton, 2014).

En el Gráfico R1.2 se presenta la descomposición histórica para el precio del petróleo Brent usando la tecnología descrita y considerando un solo rezago en los vectores autorregresivos. El gráfico muestra la diferencia del precio

Gráfico R1.2
Descomposición histórica del precio del petróleo (Brent)
(diciembre de 2010 a diciembre de 2018)



Nota: los eventos destacados corresponden a eventos geopolíticos y a los anuncios de recorte por parte de la OPEP.
Fuentes: Bloomberg, EIA, FRED y Datastream; cálculos propios.

real respecto a una tendencia estocástica² (lo que llamaremos como *brecha del petróleo*), en los últimos ocho años, junto con su descomposición en los choques mencionados y una innovación idiosincrática del mercado. Esta última da cuenta de factores particulares, distintos a los de oferta y demanda considerados, como por ejemplo expectativas asociadas a eventos coyunturales.

1.2 ¿Qué está detrás de los movimientos más recientes?

Esta descomposición histórica permite realizar al menos dos tipos de análisis: uno en el que se reflejen los efectos de cada choque hasta cierto período, lo que se muestra en el Gráfico R1.2, y otro que consiste en conocer las contribuciones de estos choques al movimiento que tuvo esta *brecha* entre ciertas fechas. El Gráfico R1.3 adopta esta última perspectiva para explicar cuáles fueron las contribuciones de los choques en cada uno de los trimestres de 2018.

De este modo, el incremento observado en el precio del petróleo a comienzos de 2018 fue resultado, en gran medida, de la reducción de los inventarios³, los cuales cayeron

como respuesta a una oferta mundial más restringida, afectada por los acuerdos de la OPEP y por la situación política en Libia, Venezuela e Irán. A lo anterior se sumó el buen comportamiento de la demanda, lo cual obedeció al buen dinamismo económico observado en el mundo y al mayor consumo de combustibles fósiles en los Estados Unidos debido al invierno.

En el segundo trimestre, los precios del petróleo continuaron aumentando en medio del anuncio por parte de los Estados Unidos del restablecimiento de las sanciones a Irán, luego de su salida del Plan de Acción Conjunto y Completo, además del anuncio de la OPEP de prolongar hasta finales de 2018 los recortes acordados en 2016 y de la caída de la producción en Venezuela. Sin embargo, la producción de petróleo fuera del bloque de la OPEP presionó a la baja los precios, en parte, por un mayor ritmo de crecimiento de la producción de petróleo de esquisto en los Estados Unidos⁴.

No obstante, la mayor fracción del repunte del precio se debió a la contribución positiva del factor idiosincrático, en el segundo y tercer trimestres del año. Este choque, al no residir en los factores fundamentales sintetiza las expectativas coyunturales del mercado. En particular, las consecuencias de las sanciones a Irán, la aceleración en la caída de la producción de Venezuela y la disminución de los inventarios en los Estados Unidos generaron expectativas de un repunte en el precio del crudo. Este optimismo de los mercados se reflejó en las proyecciones de los analistas y en los contratos de futuros para el último trimestre de 2018, las cuales llegaron a USD 76 y USD 72 por barril, respectivamente, en septiembre (Cuadro R1.1). Así, las expectativas de

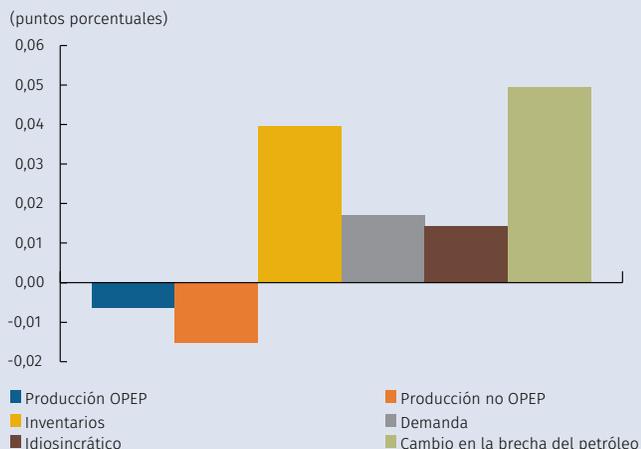
2 Para obtener la tendencia estocástica se utilizó el filtro de Christiano y Fitzgerald (2003), considerando únicamente ciclos mayores a veinte años en el precio real del petróleo (cotización del Brent deflactada por el IPC de los Estados Unidos). Para una clasificación más detallada de los ciclos en los precios de los commodities, véanse Zellou y Cuddington (2012) y Erten y Ocampo (2013).

3 De acuerdo con la Energy Information Administration (EIA), los inventarios comerciales promedio de petróleo de la OCDE (excluyendo reservas estratégicas) se redujeron en el primer trimestre de 2018 a 2,807 millones de barriles, luego de los 2,96 millones de barriles registrados en 2017.

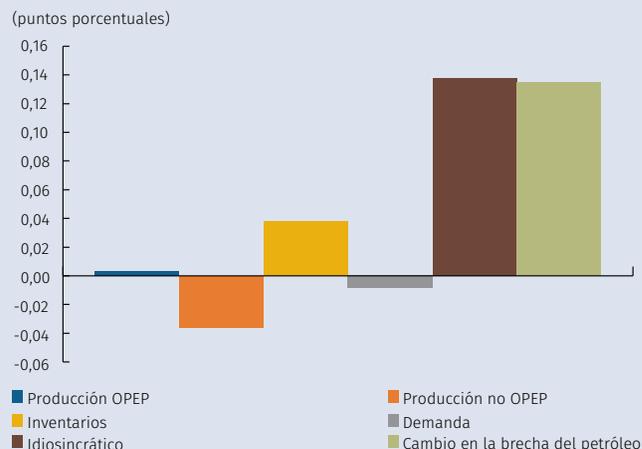
4 La producción de petróleo de los Estados Unidos crecía en promedio a una tasa del 16% en el segundo trimestre del 2018, registro superior al del cuarto trimestre de 2017 (12,8%).

Gráfico R1.3
Contribuciones de cada choque estructural al cambio acumulado en la brecha del petróleo

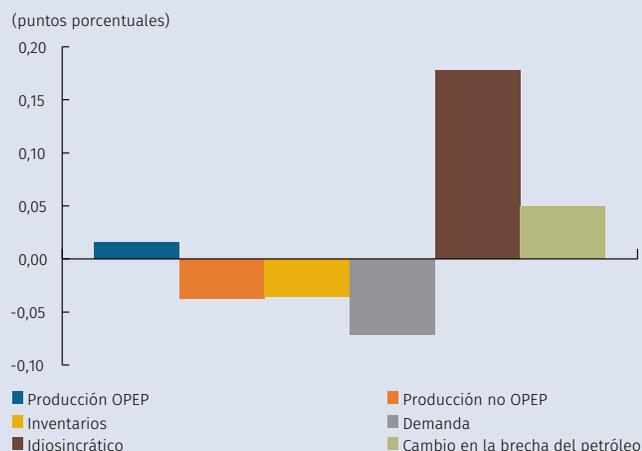
A. Primer trimestre de 2018



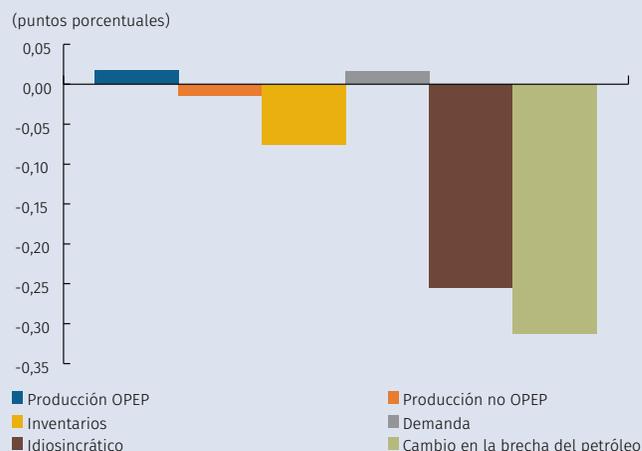
B. Segundo trimestre de 2018



C. Tercer trimestre de 2018



D. Cuarto trimestre de 2018



Fuentes: Bloomberg, EIA, FRED y Datastream; cálculos propios.

Cuadro R1.1
Proyecciones del precio del petróleo (Brent) para el cuarto trimestre de 2018

Fecha	Analistas	Contratos de futuros
Dic-17	57,9	58,8
Mar-18	63,2	64,0
Jun-18	66,6	72,5
Sep-18	72,1	75,6
Precio promedio observado al cuarto trimestre	68,6	

Nota: las proyecciones de los analistas corresponden a la mediana de Bloomberg y los contratos de futuros corresponden al promedio de contratos.
Fuente: Bloomberg.

mayores precios fueron las que condujeron, en gran parte, el aumento del precio del petróleo, superando a los demás factores estructurales que indicaban disminuciones para el tercer trimestre, en lugar del incremento que se observó.

El desplome del precio en el cuarto trimestre se originó en una combinación de factores de oferta y demanda, junto con la reversión de las expectativas del mercado y sus consecuentes reacciones en los mercados financieros. A la baja contribuyeron la mayor oferta, luego de la decisión inicial de Arabia Saudita, Rusia y otros productores de compensar las potenciales pérdidas de petróleo de Irán, Libia y Venezuela, junto con el buen ritmo de crecimiento de la producción de petróleo en los Estados Unidos, la acumulación de inventarios y la flexibilización de las sanciones a las exportaciones de crudo iraní. A lo anterior se sumó el aumento de las preocupaciones en torno al crecimiento económico global, las cuales derivaron en unas perspectivas

de demanda más débiles, lo que podría originar una posible sobreoferta futura en el mercado del petróleo. Todo ello contribuyó a que el precio se ajustara a niveles más sostenibles y compatibles con el estado actual de los factores de oferta y demanda (Gráfico R1.2).

1.3 Perspectivas para 2019

Como se expuso antes, el precio del petróleo puede verse influenciado, además de los choques de oferta y de demanda estructurales, por choques idiosincráticos, lo que representa en sí mismo una dificultad adicional en el ejercicio de pronóstico del precio. Sin embargo, los flujos de oferta y demanda son los factores que podrían sugerir los niveles sostenibles del precio del crudo. A continuación, se presentan las perspectivas para estas dos variables en 2019 y sus posibles efectos sobre el precio del petróleo.

Por el lado de la oferta se continuaría con la buena dinámica en la producción, en especial de los Estados Unidos. En particular, la revolución en la producción de crudo de esquisto convirtió a los Estados Unidos en el mayor productor mundial de petróleo, lo cual ha sido resultado en buena medida del incremento en su eficiencia⁵. Este es un factor a tener en cuenta, pues si bien el precio mínimo al cual se hacen rentables las inversiones varía entre los campos norteamericanos, la cuenca Pérmica goza del precio mínimo más bajo y de la mejor infraestructura, con estimaciones que sitúan este precio en un rango entre USD 45-50 por barril. No obstante, se espera que las restricciones actuales en la capacidad de transporte de petróleo crudo desde las áreas de producción en Texas y Oklahoma persistan hasta mediados de 2019⁶, aunque una mejora en los problemas logísticos, más temprana a la contemplada, puede tener impactos a favor de la oferta de crudo.

La evolución del acuerdo de recorte de la OPEP y sus aliados, pactado el 7 de diciembre de 2018, junto con la reducción de la oferta por parte de otros miembros, como es el caso de Irán, en donde se espera que no haya una prolongación de las exenciones otorgadas a ocho países consumidores de petróleo de este país luego de mayo de 2019, podrían ser un contrapeso para la oferta mundial de crudo. A esto se podría sumar una caída adicional de la producción de Venezuela y la reducción programada en la producción de Canadá.

Por el lado de la demanda, tal como se mostró en el capítulo 1 de este *Informe*, las perspectivas de crecimiento de la economía global se han deteriorado con un balance de riesgos que se inclina a la baja. De acuerdo con el Fondo

Monetario Internacional, la economía global se expandiría en 2019 a un ritmo de 3,5%⁷, lo que significa una disminución frente a 2018 (3,7%). Este debilitamiento en la actividad económica mundial y su impacto en la demanda global por *commodities* han derivado en una revisión a la baja de las proyecciones por parte de algunas de las agencias especializadas⁸. Sin embargo, en los pronósticos realizados aún no hay un consenso sobre cuál efecto impera sobre el crecimiento de la demanda por crudo, si el menor crecimiento global o los menores precios que estimularían el consumo de petróleo⁹.

El Cuadro R1.2 presenta los pronósticos de los analistas sobre los precios internacionales del petróleo, los cuales recogen, en cierta medida, la información descrita antes. En general, se proyecta una reducción de los precios del petróleo en 2019 frente a lo observado, en promedio, en 2018, en línea con el pronóstico del precio promedio del equipo técnico para este *Informe* (USD 63 por barril). Es posible que los precios diarios y mensuales varíen con respecto a este pronóstico mientras aún persisten riesgos alrededor del crecimiento económico, sin mencionar posibles eventos geopolíticos que puedan afectar la dinámica del precio.

Así las cosas, se espera que los precios del petróleo tengan una leve recuperación contra lo observado en diciembre de 2018 (USD 57 por barril), por cuenta del acuerdo de recorte de la OPEP y sus aliados, de la reducción programada en la producción en Alberta (Canadá) y de la implementación completa de las sanciones al crudo iraní. Sin embargo, esta reducción en la oferta sería compensada en buena parte por la fortaleza de la producción en los Estados Unidos, la cual, sumada a una demanda global más débil, derivaría en un nivel promedio del precio más bajo a lo observado en 2018 y más sostenible que el contemplado en el informe anterior.

5 Antes de 2014, los productores requerían 1.600 plataformas para producir nueve millones de barriles diarios. Los niveles actuales se podrían sostener con la mitad de esas plataformas (IIF, 2018).

6 En particular, la EIA pronostica que el diferencial entre el Brent y el WTI sea de USD 6 por barril en 2019 y se reduzca a USD 4 por barril en 2020.

7 Este ritmo de crecimiento supone, a la vez, una revisión a la baja de 0,2 pp frente a lo presentado en su informe de octubre de 2018.

8 La EIA en su informe de enero proyecta una demanda global por crudo para 2019 de 101,45 millones de barriles diarios, menor a los 101,54 proyectados en su informe anterior.

9 La International Energy Agency (IEA) espera una aceleración en el ritmo de crecimiento anual de la demanda global por crudo en 2019 de 1,4% (1,3% en 2018), mientras que el Institute of International Finance (IIF) pronostica una desaceleración de 1,3% en 2018 a 1,1% en 2019.

Cuadro R1.2
Pronósticos de algunos analistas para el precio del petróleo para 2019 y 2020

Referencia	Observado 2018	Entidad	Pronóstico	
			2019	2020
Petróleo crudo	68,6	FMI	58,95	58,74
		Banco Mundial	67	67
Brent	71,6	EIA	61,03	62
		Bloomberg ^{a/}	66,87	70
		IIF	67	n. d.
WTI	64,8	EIA	54,79	58
		Bloomberg ^{a/}	60,47	63
		IIF	59	n. d.

n. d.: no disponible.

a/ Corresponde a la mediana de los analistas del 31 de enero de 2019.

Nota: el pronóstico del FMI corresponde a la combinación entre Brent, Dubai y WTI.

Referencias

- Banco Mundial (2019). *Global Economic Prospects: Darkening Skies*.
- Barsky, R. y Kilian, L. (2002). "Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative", *NBER Macroeconomics Annual 2001*, vol. 16, núm. 1, pp. 137-197.
- Barsky, R. y Kilian, L. (2004). "Oil and the Macroeconomy Since the 1970s", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, pp. 115-134.
- Christiano, L. y Fitzgerald, T. (2003). "The Band Pass Filter", *International Economic Review*, vol. 44, pp. 435-465.
- Davig, T., Melek, N. C., Nie, J., Smith, A. L., y Tuzemen, D. (2015). "Evaluating a Year of Oil Price Volatility", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, núm. Q III, pp. 5-30.
- Erten, B. y Ocampo, J. A. (2013a). "The Global Implications of Falling Commodity Prices," Project Syndicate (blog). www.project-syndicate.org/commentary/china-sgrowth-slowdown-and-the-end-of-the-commodity-price-super-cycle-by-jose-antonioocampo-and-bilger-erten.
- EIA (2019). "Short-Term Energy Outlook (STEO), January, 2019".
- Erten, B. y Ocampo, J. A. (2013b). "Super Cycles of Commodity Prices Since the Mid-Nineteenth Century", *World Development*, vol. 44 (C), pp. 14-30.
- Fueki, T., Higashi, H., Higashio, N., Nakajima, J., Ohyama, S. y Tamanyu, Y. (2018, mayo). "Identifying Oil Price Shocks and their Consequences: the Role of Expectations in the Crude Oil Market", BIS Working Papers, núm. 725.
- Hamilton, J. (2014). "The Changing Face of World Oil Markets", National Bureau of Economic Research.
- IEA (2019). "Oil Market Report, January 2019".
- IIF (2018). "Oil Market: Still in 'Wait and See' Mode".
- IIF (2019). "GCC Forecast Update Lower Oil Prices and Homegrown Headwinds"
- Kilian, L. (2009). "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market", *American Economic Review*, vol. 99, núm. 3, pp. 1053-1069.
- Kilian, L. (2010). "Oil Price Volatility: Origins and Effects", Working paper, World Trade Organization.
- Kilian, L. y Murphy, D. (2014). "The Role of Inventories and Speculative Trading in the Global Market for Crude Oil", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 29, núm. 3, pp. 454-478.
- Kilian, L. y Zhou, X. (2018). "Modeling Fluctuations in the Global Demand for Commodities", *Journal of International Money and Finance*, vol. 88, pp. 54-78.

02

Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo

Durante el tercer trimestre la economía colombiana presentó un crecimiento similar al registrado en la primera mitad del año.

Lo anterior ocurrió en un contexto donde el desempeño de la demanda interna fue mejor que el previsto, principalmente por el crecimiento de la inversión en construcción.

La información disponible para el cuarto trimestre sugiere una expansión levemente por encima de la registrada en los tres trimestres anteriores. Los choques positivos sobre la demanda interna observados en trimestres anteriores se habrían disipado en la última parte de 2018.

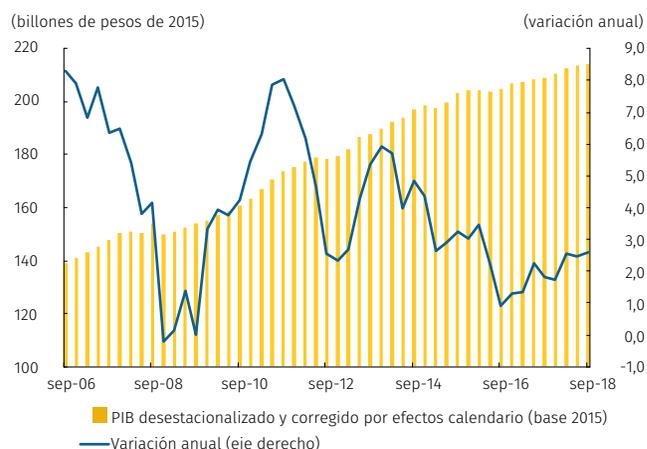
2.1 Comportamiento del PIB durante el tercer trimestre de 2018

Según los resultados publicados por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el PIB del tercer trimestre del año registró una expansión de 2,7% anual en su serie original, y de 2,6% anual en la serie corregida por estacionalidad y efectos calendario (Gráfico 2.1). Esta última cifra, que refleja mejor la tendencia de crecimiento de la economía, coincidió con el punto central del rango de pronóstico presentado por el equipo técnico del Banco de la República en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 2,1% y 3,1%, con 2,6% como resultado más probable). Entre trimestres, el PIB se expandió 0,9%, lo que correspondió a un anualizado de 3,8%.

Si bien el pronóstico del Banco de la República fue acertado para el agregado, al observarlo por componentes el crecimiento económico fue algo diferente al

esperado. En particular, la demanda interna (medida como la suma del consumo total y la formación bruta de capital) se aceleró más de lo previsto, principalmente por un impulso no anticipado de la inversión mayor que el contemplado un trimestre atrás. El consumo total también aportó positivamente a la expansión del PIB en una magnitud por encima de la proyectada, tanto por su componente privado como por el público. En contraste, las exportaciones tendieron a frenarse, y registraron una dinámica menor que la implícita en los pronósticos. Así, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento fue más negativa que la prevista, lo que a su vez compensó el mejor desempeño de la absorción (Cuadro 2.1).

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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

	2017				2017 Año completo	2018		
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		I trim.	II trim.	III trim.
Gasto de consumo final	1,8	2,3	2,6	2,2	2,2	2,9	3,2	3,6
Gasto de consumo final de los hogares	1,7	1,6	2,1	1,6	1,8	1,9	2,9	3,3
Bienes no durables	0,4	1,3	3,3	2,9	2,0	4,2	4,5	3,7
Bienes semidurables	-1,3	-4,1	-3,2	-0,8	-2,4	0,1	3,0	3,4
Bienes durables	0,0	1,4	4,6	-3,0	0,7	5,9	4,0	2,0
Servicios	3,1	2,6	1,9	1,6	2,3	1,8	2,4	2,4
Gasto de consumo final del Gobierno general	2,5	4,2	4,8	4,5	4,0	6,6	5,0	4,6
Formación bruta de capital	-2,5	-1,2	3,5	2,8	0,6	-3,0	1,0	4,5
Formación bruta de capital fijo	0,6	7,0	4,3	1,5	3,3	-2,0	-1,0	4,0
Vivienda	9,3	6,5	-0,4	-9,5	1,2	-5,8	1,8	1,5
Otros edificios y estructuras	2,1	1,7	0,5	-3,1	0,3	-6,3	-4,4	2,1
Maquinaria y equipo	-5,6	-1,7	1,9	-2,2	-2,0	4,9	3,7	4,9
Recursos biológicos cultivados	7,9	-11,1	-5,0	7,1	-0,6	-4,7	1,2	5,5
Productos de propiedad intelectual	4,7	14,6	18,7	20,7	14,6	6,1	4,4	2,2
Demanda interna (consumo + inversión)	0,8	1,5	2,8	2,3	1,9	1,6	2,8	3,8
Exportaciones	-4,2	2,3	3,5	-4,1	-0,7	-0,3	2,5	1,6
Importaciones	0,2	4,2	0,1	-3,2	0,3	-1,5	4,8	5,4
PIB	1,3	2,2	1,8	1,7	1,8	2,6	2,5	2,6

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Dentro de la formación bruta de capital fijo (FBCF), durante el tercer trimestre del año se destacó un desempeño mejor que el previsto en el caso de la inversión en construcción. Para el segundo trimestre se identificó un choque positivo puntual para la construcción de vivienda, el cual se esperaba que se revirtiera plenamente en el tercero; sin embargo, esto ocurrió en una magnitud menor que la esperada. Adicionalmente, la construcción de otras edificaciones y de obras civiles reportó una expansión entre trimestres significativamente mayor que la proyectada. Esto último habría sido resultado, sobre todo, de un buen desempeño del renglón no residencial. La conjunción de estos factores, sumada a una dinámica satisfactoria de la inversión en bienes de capital y del resto de sus componentes, hicieron que la FBCF se expandiera a un ritmo superior que el contemplado por el equipo técnico del Banco de la República y que aportara al crecimiento del PIB de manera positiva.

Durante el tercer trimestre la FBCF se expandió a un ritmo superior al previsto.

Con respecto al consumo, el privado se aceleró en el tercer trimestre, con un resultado superior al implícito en las proyecciones del equipo técnico. Todos los componentes del consumo de los hogares registraron crecimientos importantes entre trimestres. No obstante, cabe señalar que en este período dicho rubro del PIB fue beneficiado por un incremento significativo de la discrepancia estadística, el cual dificulta el análisis de los totales a partir de sus componentes. Por su parte, el consumo público se desaceleró, aunque a un ritmo menor que el esperado, y continuó creciendo por encima de los principales componentes del gasto.

Las exportaciones en pesos constantes registraron un crecimiento bajo, menor que el esperado y que el observado en el segundo trimestre del año. Se esperaba que estas fueran impulsadas, sobre todo, por el desempeño de las ventas al exterior de bienes no tradicionales. No obstante, estimaciones del equipo técnico sugieren que en dicho período estas exportaciones no mostraron la recuperación esperada, lo que se sumó al mal momento de las ventas de café y de carbón. Por su parte, las importaciones reales registraron un buen crecimiento, similar al previsto en el informe anterior. La aceleración de las compras al resto del mundo fue resultado de un buen comportamiento de la demanda interna intensiva en bienes importados (inversión en maquinaria y equipo y consumo durable, principalmente).

Por el lado de la oferta, las ramas de actividad más dinámicas durante el tercer trimestre de 2018 fueron, en su orden, las de administración pública y defensa, educación, salud y servicios sociales; la construcción, y el sector de información y comunicaciones. Por su parte, el sector agropecuario y la minería mostraron escaso crecimiento. Ninguna rama presentó reducciones anuales durante este período (Cuadro 2.2).

El bajo crecimiento del sector agrícola durante el tercer trimestre se explica, principalmente, por el mal desempeño de la producción de café. De acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, esta registró una caída de 13,8% en ese trimestre, resultado que el gremio atribuyó al desarrollo tardío de los frutos. En contraste, la actividad ganadera creció 3,6% duran-

Todas las ramas de actividad presentaron crecimientos en el tercer trimestre.

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

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

te el mismo período, sustentada en los incrementos de la producción de ganado bovino (2,5%) y porcino (3,8%).

En el caso de la minería, al poco dinamismo contribuyó el modesto crecimiento de la producción de petróleo y gas (1,6%). Adicionalmente, la producción de carbón presentó un nuevo retroceso (-4,1%), aunque de menor magnitud que el observado para la primera mitad de 2018.

En contraste con lo anterior, la industria manufacturera continuó consolidando su recuperación durante el tercer trimestre de 2018, al crecer 2,4% anual. Cuando se excluye refinación de petróleo, el resto de la industria se expandió 1,9%. Dentro de este último grupo se destacan los desempeños positivos de productos metalúrgicos básicos (11,9%) y fabricación de productos textiles (4,0%). El ítem de refinación de petróleo creció 7,0% anual.

Por otro lado, durante el tercer trimestre sorprendió el buen desempeño de la construcción, producto de un crecimiento importante en el renglón de edificaciones (4,1%) y un deterioro significativamente menor al de los trimestres anteriores en el de obras civiles (-0,9%). En el primer caso, de acuerdo con el DANE, el crecimiento se dio sobre todo en el renglón no residencial, en el cual la producción aumentó 7,2% (mientras que en el residencial el crecimiento fue de 2,0%). En lo que respecta a la construcción de obras civiles, continuaron contribuyendo a su mal desempeño los retrasos en la construcción de varias de las autopistas enmarcadas en las vías de cuarta generación (4G), generados por la demora en los cierres financieros que han afectado la inversión en estos proyectos. Como resultado, el subsector de actividades especializadas para la construcción creció moderadamente (1,3%).

El buen desempeño de la construcción se explicó principalmente por el crecimiento del renglón de edificaciones.

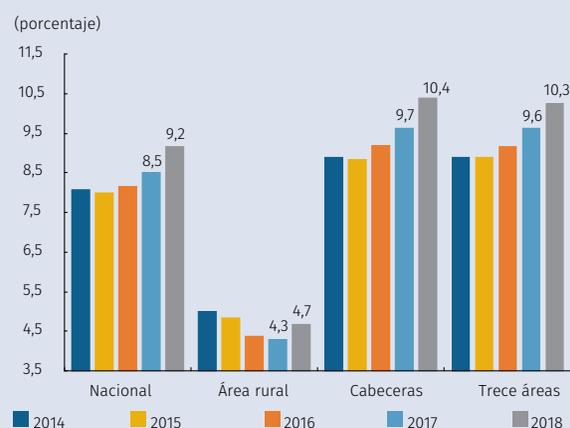
Por último, algunos sectores relacionados con servicios aportaron de forma importante al crecimiento en el período julio-septiembre. En particular, la rama de administración pública y defensa, educación, salud y servicios sociales, cuya participación en el PIB es cercana al 15%, se expandió a una tasa significativa (5,1%). Al parecer, su dinamismo estuvo relacionado con la actividad generada por la consulta anticorrupción y por el censo de población, el cual concluyó en el tercer trimestre. Adicionalmente, el sector de información y comunicaciones aceleró su crecimiento en el tercer trimestre, al expandirse a una tasa de 3,7%. Sin embargo, la rama de actividades financieras y de seguros continuó moderando su crecimiento, al expandirse a una tasa anual de 1,1%.

Comportamiento del mercado laboral durante el cuarto trimestre de 2018

Durante el cuarto trimestre de 2018 la tasa de desempleo (TD) presentó aumentos en todos los dominios geográficos frente a lo observado en igual período de 2017 (Gráfico A). De forma similar, las series desestacionalizadas evidenciaron deterioros frente a lo observado en el tercer trimestre de 2018 para el total nacional y para las trece áreas metropolitanas más importantes: la TD nacional se ubicó en 10,1% y la de las trece áreas metropolitanas en 11,3%, registros superiores a las cifras del tercer trimestre del año para ambos dominios (9,5% para la TD nacional y 10,4% para la TD de trece áreas) (Gráfico B).

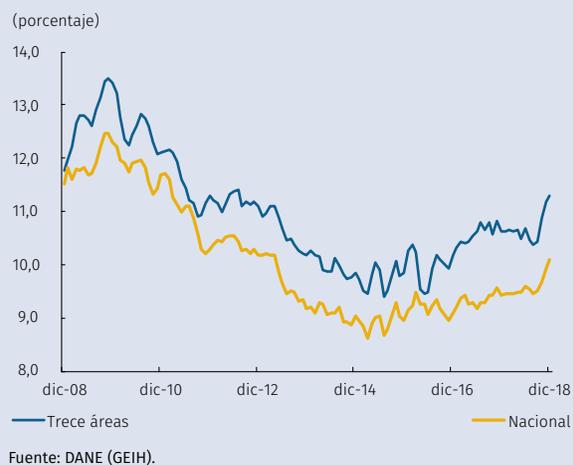
El aumento de la TD en las trece áreas estuvo acompañado por tendencias a la baja en la oferta y demanda laboral. La tasa de ocupación (TO) urbana presentó un nivel promedio inferior en comparación tanto al registro del tercer trimestre de 2018 como a

Gráfico A
Tasa de desempleo
(trimestre móvil octubre-noviembre-diciembre)



Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico B
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



la cifra del cuarto trimestre de 2017. La tasa global de participación (TGP) también tuvo reducciones trimestrales y anuales, pero menores que las de la TO urbana (Gráfico C), lo que explica el aumento de la TD en las trece principales áreas.

Las tendencias bajistas en la oferta y demanda laboral urbanas se reflejaron en una caída en el nivel de ocupados y en aumentos en la cifra de inactivos y desocupados. En particular, el número de desocupados, que había permanecido estable desde mediados de 2017 con algunas reducciones a principios de 2018, tuvo aumentos importantes a finales de año. Por su parte, los ocupados presentaron reducciones trimestrales y anuales tanto en el ámbito nacional como en las trece áreas metropolitanas más impor-

tantes. En el primero, con series desestacionalizadas, el número promedio de ocupados del cuarto trimestre cayó -1,5% frente a las cifras del tercer trimestre, y en las trece áreas esta disminución se ubicó en -1,4%. Al revisar las variaciones anuales del trimestre móvil terminado en diciembre se observó un descenso de -0,1% en ambos dominios geográficos (Gráfico D, paneles A y B).

La dinámica positiva del empleo urbano que se había presentado en meses previos tuvo un retroceso en el cuarto trimestre, lo que explica en gran parte el comportamiento bajista de las cabeceras. Este pobre desempeño puede ser el resultado de la reversión del choque positivo que sufrieron estos indicadores a principios de año, y que habría estado asociado, principalmente, con el comportamiento del consumo público dado el proceso electoral y la realización del censo, como fue resaltado en informes anteriores.

Por ramas de actividad, la construcción fue la que mejor comportamiento tuvo en la generación de empleo en el total nacional, mientras que el comercio y las actividades inmobiliarias fueron los sectores que más restaron al número de ocupados.

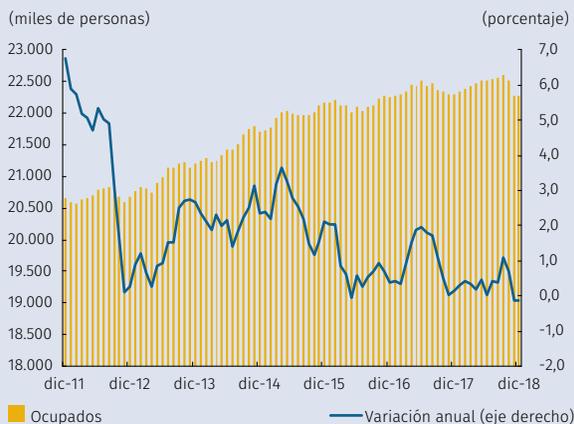
En las áreas urbanas la disminución del empleo se reflejó tanto en los ocupados asalariados como en los no asalariados. Sin embargo, las series desestacionalizadas registraron disminuciones trimestrales mayores en los ocupados no asalariados (-2,2%) que en el número de asalariados (-1,1%), lo que contrasta con el comportamiento de los tres trimestres anteriores, donde los no asalariados habían registrado

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



Gráfico D
Número de ocupados
(desestacionalizados y variación anual)

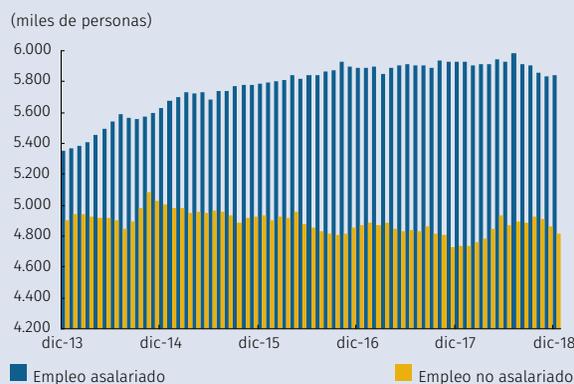
A. Total nacional



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

ajustes trimestrales positivos, siendo el segmento de mayor crecimiento dentro del empleo urbano (Gráfico E). De igual forma, la clasificación del empleo por formalidad¹, con cifras a noviembre, presenta variaciones trimestrales negativas tanto en ocupados formales como en informales (Gráfico F).

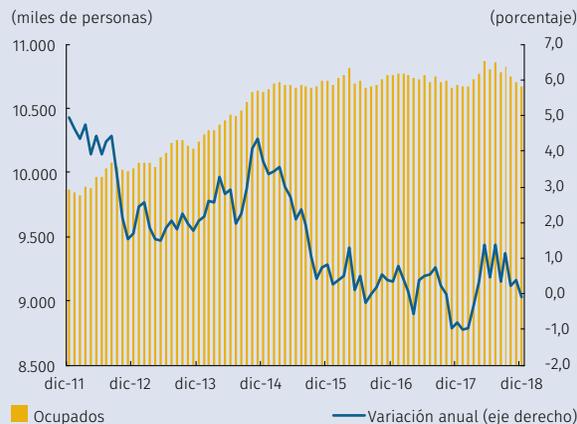
Gráfico E
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

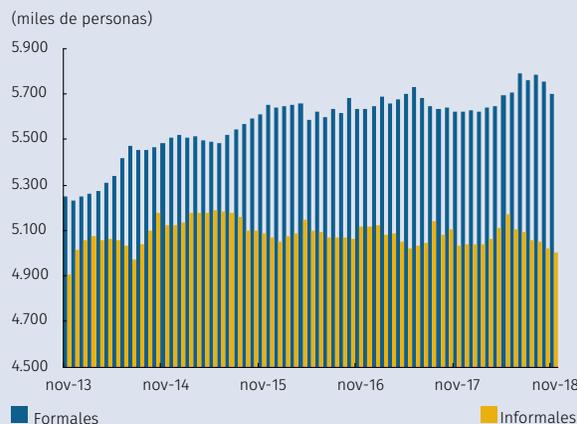
1 Según la definición del DANE, fundamentada en resoluciones de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) de las Naciones Unidas, son informales los empleadores y trabajadores en empresas de hasta cinco trabajadores, los trabajadores familiares sin remuneración, los trabajadores sin remuneración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

B. Trece principales áreas metropolitanas



Así las cosas, el mercado laboral experimentó un deterioro en el último trimestre. Se observaron disminuciones en los promedios trimestrales de la TGP y de la TO en las trece principales áreas metropolitanas, junto con un aumento en la TD y un descenso en el número de ocupados. Sin embargo, esto puede ser el resultado de la reversión del choque positivo de inicios de 2018, asociado con los comicios electorales y el censo. Hacia los próximos meses se podrían generar reducciones moderadas en la TD dadas las perspectivas de recuperación de la actividad económica; no obstante, no se espera una recuperación fuerte del mercado laboral.

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



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

2.2 El PIB del cuarto trimestre de 2018

La información disponible para el cuarto trimestre de 2018 permite prever una expansión del PIB de dicho período (corregido por efectos estacionales y calendario) que se habría ubicado levemente por encima de los registros observados a lo largo del año. Cabe señalar que la cifra de crecimiento anual del cuarto trimestre estaría influenciada, en alguna medida, por una baja base de comparación en igual período de 2017. Entre trimestres también se habría registrado una expansión.

Este pronóstico contempla que los choques positivos a la demanda interna que se observaron a lo largo de los trimestres anteriores se habrían disipado parcialmente en la última parte del año. En este sentido, el consumo público retornaría a niveles consistentes con su tendencia mostrada desde inicios de 2016, teniendo en cuenta que los efectos del proceso electoral, de la consulta popular y del censo de población habrían pasado. Asimismo, la inversión en construcción no reportaría un desempeño satisfactorio en el margen, pues el pronóstico del equipo técnico supone que parte de la aceleración de la construcción de edificaciones observada en el pasado fue transitoria, dados los amplios niveles de inventarios que aún se observan en el mercado de finca raíz y el poco dinamismo que presentan los precios de estos activos.

Así las cosas, las proyecciones del equipo técnico para la demanda interna del cuarto trimestre contemplan un crecimiento anual similar o algo superior a lo observado en el tercer trimestre, y significativamente mayor que los del primer semestre. Por componentes de la absorción, el consumo total habría registrado una leve desaceleración en su tasa de expansión anual, debido a un menor ritmo de crecimiento previsto para el consumo público. En contraste, el gasto de los hogares en bienes y servicios se habría acelerado un poco en el margen, sobre todo por el desempeño esperado para el renglón de consumo de bienes durables.

La formación bruta de capital habría reportado un crecimiento importante, mayor que los observados a lo largo de los trimestres anteriores. Dentro de este rubro del PIB resaltaría el comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo, el cual más que compensaría los bajos crecimientos contemplados para la inversión en construcción (tanto de vivienda como de otros edificios y estructuras).

Con respecto a las cuentas de comercio exterior, el pronóstico del equipo técnico para el cuarto trimestre implica mejores desempeños que los observados para el promedio del año. No obstante, estos serían mayores para el caso de las importaciones que para el de las exportaciones. Lo anterior supone una ampliación del déficit comercial en pesos constantes y, en consecuencia, una contribución negativa de las exportaciones netas al crecimiento del PIB.

Los resultados de los indicadores coyunturales respaldan el escenario descrito. Por un lado, con cifras a noviembre, el comercio interno de

Para el cuarto trimestre se prevé una expansión del PIB levemente mayor a la registrada en los tres trimestres anteriores.

La contribución de las exportaciones netas al crecimiento sería negativa en el cuarto trimestre.

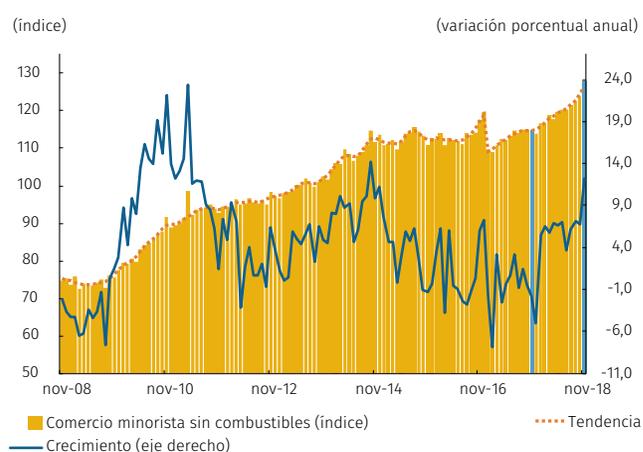
bienes muestra un comportamiento satisfactorio, debido, principalmente, a los buenos registros de ventas de vehículos. Según las cifras de la *Encuesta mensual de comercio al por menor (EMCM)* del DANE, las ventas minoristas sin combustibles crecieron 12,3% anual en noviembre (Gráfico 2.2). El agregado de este índice para el bimestre octubre-noviembre lo hizo un 9,7% frente al mismo período de 2017, mostrando así una aceleración frente al 5,6% del agregado del tercer trimestre. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante reportó un incremento anual del 6,7% para noviembre (Gráfico 2.3) y de 6,1% para el bimestre (versus el 4,8% del segundo trimestre de 2018).

Las ventas minoristas de automotores, según la misma encuesta, aumentaron en noviembre un 43,4% frente al mismo mes de 2017 (Gráfico 2.4). Este comportamiento se justificó por el XVI Salón del Automóvil en Bogotá, evento bienal que dinamiza las ventas de vehículos de uso personal y de trabajo. Para el agregado del bimestre la expansión fue del 29,4%, mayor que el registro del tercer trimestre (10,3%). La serie de registros de matrículas publicada por la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) confirma el buen desempeño de las ventas de vehículos. Con cifras a noviembre, estas crecieron 24,4% anual, y se proyecta una expansión igualmente importante en diciembre, con lo que, sumado al registro de octubre (9,2%), todo el cuarto trimestre tendría un desempeño significativamente mejor que el del tercero (5,6%).

Las cifras de la serie desestacionalizada del balance de ventas de la *Encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE)* del Banco de la República sugieren un comportamiento similar del consumo privado. A octubre este indicador permite inferir una leve aceleración del ritmo de crecimiento del gasto de los hogares hacia finales de 2018.

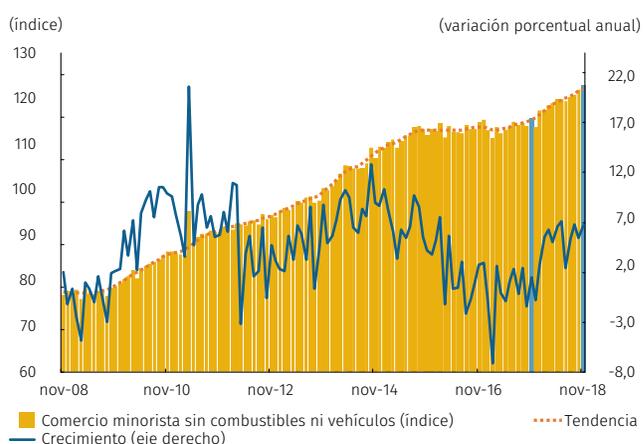
En contraste, entre octubre y diciembre de 2018 el índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo se ubicó en niveles significativamente por debajo de los registros de los primeros nueve meses del año, y lejos de su promedio calculado desde 2001 (Gráfico 2.5). Cabe señalar que el fuerte retroceso del ICC ocurrió, principalmente, por un deterioro del componente de expectativas del índice, más que por el de condiciones económicas

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



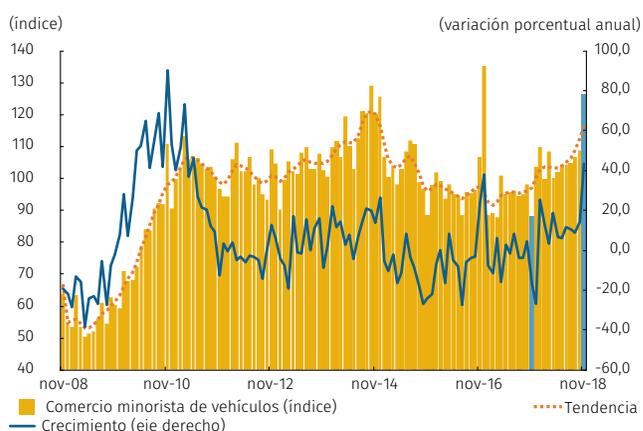
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



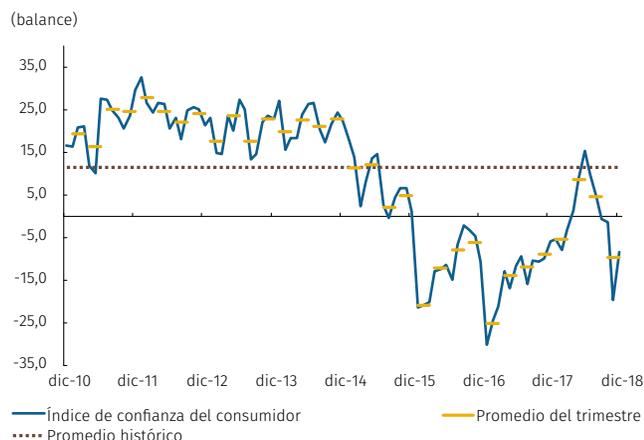
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



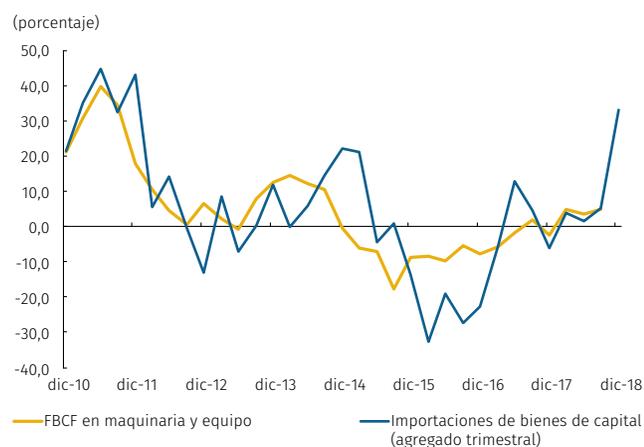
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.5
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

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.

actuales de los hogares. Lo anterior permite pensar que los bajos niveles recientemente observados para el ICC podrían ser transitorios, y que responden a eventos coyunturales que no necesariamente afectan los patrones ni las decisiones de consumo de las familias colombianas.

Con respecto a las proyecciones de la FBCF, las series de importaciones de bienes de capital (llevadas a pesos constantes) sugieren una dinámica importante para la inversión en maquinaria y equipo en el cuarto trimestre, mayor que la de trimestres anteriores (Gráfico 2.6). A lo anterior se suma el aumento del registro de matrículas de vehículos de carga y de transporte de pasajeros, los cuales son considerados como inversión en equipo de transporte. Por su parte, el balance desestacionalizado de las expectativas de inversión de la EMEE de octubre muestra una pendiente positiva, lo que también permitiría prever un desempeño satisfactorio de este componente del PIB.

Como ya se mencionó, para la FBCF de construcción el equipo técnico del Banco de la República supone un desvanecimiento de los choques positivos que se observaron en el segundo y tercer trimestres para la inversión en vivienda y en otras edificaciones no residenciales, respectivamente.

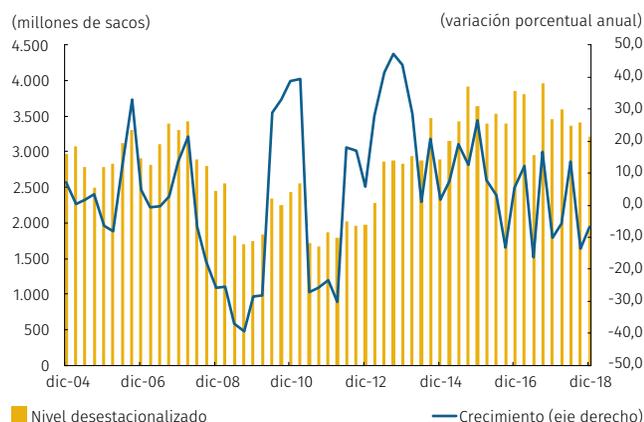
En materia de comercio exterior se proyectan expansiones de las exportaciones e importaciones reales; no obstante, estas habrían sido de mayor magnitud para el caso de las compras de bienes y servicios al exterior, lo que implica una ampliación del déficit comercial (tanto en pesos constantes como en dólares) en el cuarto trimestre del año.

Según cifras publicadas por el DANE y por la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), el buen desempeño de las importaciones estaría siendo impulsado por las compras de bienes de consumo durable, de bienes intermedios y de equipo rodante de transporte, principalmente. Esto es el reflejo del comportamiento previsto para el cuarto trimestre de 2018 del consumo de bienes durable y de la inversión en bienes de capital.

Para el caso de las exportaciones, la información disponible muestra que, si bien las ventas de servicios contribuirán positivamente a la expansión del PIB, el crecimiento de las ventas de bienes no tradicionales y de los tradicionales habría sido poco dinámico hacia finales del año.

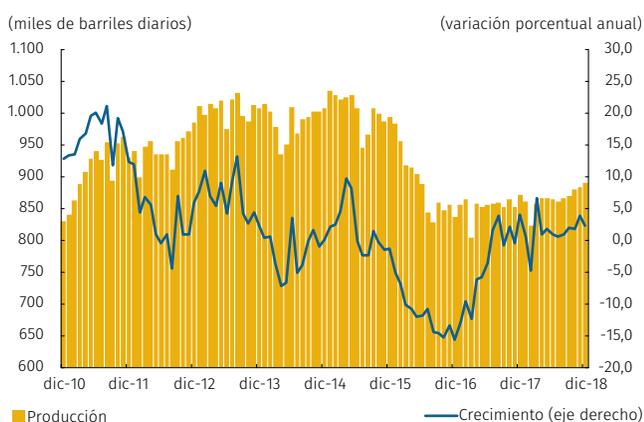
Por ramas de actividad, los indicadores disponibles también apuntan a una expansión del PIB similar o ligeramente superior a la registrada en

Gráfico 2.7
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



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

Gráfico 2.8
Producción de petróleo
(mensual y crecimiento anual)



Fuente: ANH; cálculos del Banco de la República.

el tercer trimestre. Las cifras del sector agropecuario para el cuarto trimestre sugieren un crecimiento mayor que el de un trimestre atrás, sustentado, principalmente, en el desempeño del subsector de cultivos permanentes y transitorios. Aunque la Federación Nacional de Cafeteros reportó una caída en la producción del grano durante el cuarto trimestre (-6,6%), esta fue de menor magnitud que la registrada un trimestre atrás (-13,8%) (Gráfico 2.7). Por otro lado, se estima que, en términos generales, el desempeño de otros cultivos (como algunos cereales y legumbres) durante el trimestre contribuirá positivamente al crecimiento del renglón. En contraste, las cifras de sacrificio de ganado apuntan a un crecimiento algo menor de este subsector.

Con respecto a la minería, se espera una desaceleración del sector, explicada principalmente por la producción de carbón, para la cual no se prevé una recuperación en el cuarto trimestre y cuya base de comparación es alta. Contrarrestando parcialmente este efecto, la producción de petróleo aceleró su crecimiento y se expandió 2,6% durante el cuarto trimestre (Gráfico 2.8).

Para el sector manufacturero, los modelos de pronóstico del equipo técnico sugieren un crecimiento mayor durante el cuarto trimestre frente a los registros de períodos anteriores, consistente con la buena dinámica de las importaciones de materias primas. Adicionalmente, según la *Encuesta mensual manufacturera* del DANE, con cifras desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario, el total del sector creció 4,5% anual en el bimestre octubre-noviembre, y el componente tendencial de esta serie también sugiere una recuperación (Gráfico 2.9). De forma similar, se espera que el sector de comercio, transporte y alojamiento reporte una aceleración significativa durante el cuarto trimestre, en especial de la mano del buen desempeño del comercio de vehículos, como se mencionó líneas atrás.

En lo referente a la construcción, para el cuarto trimestre se espera una reversión del significativo crecimiento que tuvo el sector durante el tercer trimestre. Ello, en razón a que se desvanecería el choque positivo sobre la construcción de edificaciones, puesto que, según lo sugieren las licencias de construcción y los precios de la vivienda, este renglón continuaría atravesando un mal momento. Por otra parte, las obras civiles habrían continuado su recuperación gradual, aunque a tasas muy modestas, de la mano de las ejecuciones presupuestales de las administraciones locales y, en menor medida, de algunos de los proyectos de 4G;

En lo referente a la construcción, para el cuarto trimestre se espera una reversión del significativo crecimiento que tuvo el sector durante el tercer trimestre. Ello, en razón a que se desvanecería el choque positivo sobre la construcción de edificaciones, puesto que, según lo sugieren las licencias de construcción y los precios de la vivienda, este renglón continuaría atravesando un mal momento. Por otra parte, las obras civiles habrían continuado su recuperación gradual, aunque a tasas muy modestas, de la mano de las ejecuciones presupuestales de las administraciones locales y, en menor medida, de algunos de los proyectos de 4G;

sin embargo, hay que aclarar que se espera que el grueso de la producción de este renglón se aplase para 2019.

Finalmente, se estima que para el cuarto trimestre algunos sectores relacionados con servicios habrían registrado crecimientos menores que los observados un trimestre atrás. Es el caso del sector de actividades financieras y de seguros, que reportó desaceleraciones en los tres primeros trimestres del año. Del mismo modo, el sector de administración pública y defensa habría crecido menos, un desempeño consistente con la dinámica esperada para el consumo público ya descrita.

Con base en los resultados de los modelos de pronóstico, y teniendo en cuenta todo lo anterior, el equipo técnico estima que el crecimiento del PIB corregido por estacionalidad y por efectos calendario para el cuarto trimestre de 2018 sería de 2,7% como cifra más probable, contenido en un rango de escenarios de bajo y alto crecimiento de 2,2% y 3,2%, respectivamente. Como es usual, la amplitud del rango de pronóstico es consistente con la incertidumbre relacionada con el desempeño de la inversión en obras civiles y del consumo público.

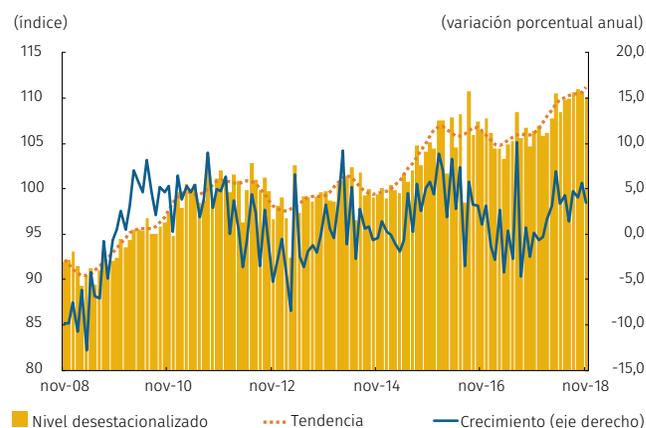
2.3 El PIB de todo 2018

Las cifras anteriores implican una proyección de crecimiento del PIB de 2,6% para todo 2018, contenida en un rango de entre 2,5% y 2,7% (frente al rango de entre 2,3% y 2,8% del *Informe sobre Inflación* anterior). El punto central, el piso y el techo del rango de pronóstico son consistentes con los escenarios de la balanza de pagos para todo 2018 presentados en el capítulo I de este *Informe*.

En general, en 2018 el crecimiento de la demanda interna se habría acelerado con respecto a 2017, con contribuciones positivas tanto del consumo total como de la inversión. En el primer caso, resaltó la dinámica del consumo público, rubro que se vio beneficiado por diferentes choques positivos entre el primer y tercer trimestres relacionados con un mayor gasto debido a la celebración de diferentes comicios electorales, la contratación de personal por cuenta del censo de población, y una mayor ejecución de recursos por parte de los gobiernos regionales y locales, principalmente. El consumo privado también se aceleró en 2018, con mejores dinámicas del consumo de bienes durables, semidurables y no durables.

La formación bruta de capital, por su parte, registró comportamientos mixtos. Por un lado, la inversión en bienes de capital se incrementó a un ritmo superior al del resto de rubros que componen el PIB, luego de

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En 2018 la demanda interna habría presentado un crecimiento mayor que el de 2017.

haber registrado caídas en 2017. En contraste, la inversión en construcción, tanto de vivienda como de edificaciones no residenciales y de obras civiles, mostró un comportamiento mediocre para el agregado de 2018. Si bien se registraron choques positivos en algunos trimestres, estos habrían sido de carácter transitorio y no habrían sido suficientes para compensar las limitaciones estructurales del sector, relacionadas, sobre todo, con excesos de inventarios para el caso de edificaciones residenciales y no residenciales, y con la falta de ejecución en los diferentes proyectos de vías en el marco de cuarta generación (4G) para el caso de las obras civiles.

Las cuentas de comercio exterior (en términos reales) registraron tasas de crecimiento positivas para el agregado de 2018, a diferencia de lo observado en 2017. Si bien las exportaciones reales presentaron alguna recuperación, diferentes choques de oferta limitaron la expansión de las ventas al exterior de bienes tradicionales, al tiempo que las de no tradicionales se vieron afectadas por el dinamismo mediocre de la demanda externa observado a lo largo del año. Las importaciones, por su parte, aumentaron de la mano del comportamiento de la demanda interna intensiva en bienes y servicios provenientes del exterior. Con ello, el déficit comercial en pesos constantes de 2018 se amplió frente a los registros de 2017.

03

Desarrollos recientes de la inflación

En 2018 la inflación anual al consumidor cerró cerca de la meta, y por debajo de lo previsto y del registro de finales del año anterior.

De igual manera, los indicadores de inflación básica descendieron en el año, incluido el cuarto trimestre, y terminaron alrededor de la meta de inflación.

Una demanda aún débil, una baja transmisión de los movimientos del tipo de cambio, y el desvanecimiento de choques de oferta, explican el comportamiento de la inflación en 2018.

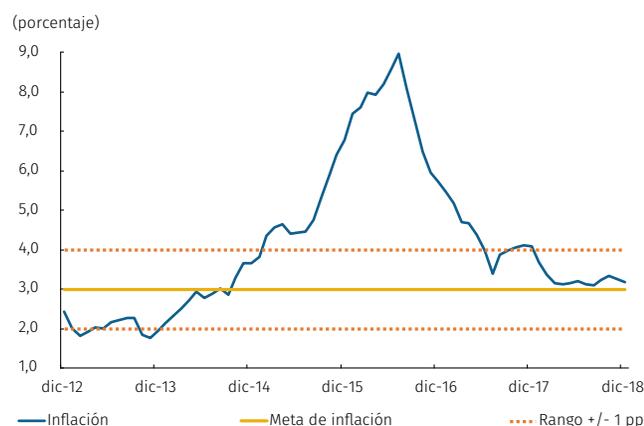
3.1 Comportamiento general

La inflación anual al consumidor terminó 2018 en 3,18%, levemente por encima de la inflación objetivo (3,0%) (Gráfico 3.1 y Cuadro 3.1). Este resultado es inferior a lo esperado en anteriores informes y al de la mayoría de analistas del mercado.

Luego de presentar un descenso importante a comienzos de 2018, la inflación anual mostró una gran estabilidad en torno al 3,2% hasta finales del mismo año. Como se explicó en su momento, la caída del primer trimestre fue en buena parte el resultado de la desaparición de choques alcistas ocasionados por el aumento de los impuestos indirectos a comienzos de 2017.

Una dinámica similar se observó con el promedio de las medidas de inflación básica, aunque dicho indicador presentó una caída adicional en los dos últimos meses de 2018 (de 3,32% en octubre a 3,03% en diciembre), la cual no había sido plenamente anticipada. Por indicadores, a diciembre, la mayor tasa de aumento la registró el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos (3,48%), y la de menor, el IPC sin alimentos ni regulados (2,64%) (Gráfico 3.2).

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



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Además del desvanecimiento del choque transitorio asociado con los mayores impuestos, los buenos resultados inflacionarios durante el año pasado también contaron con la presencia de excesos de capacidad productiva en la economía, debido a una demanda que, aunque en recuperación, siguió siendo relativamente débil a lo largo del año. Estas circunstancias contribuyeron a limitar las alzas de los precios al consumidor, especialmente en el segmento no transable de la canasta familiar, pero también en el caso de transables.

Adicionalmente, en 2018 se hizo evidente una baja transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios al consumidor. En particular, durante buena parte del año la depreciación del peso no

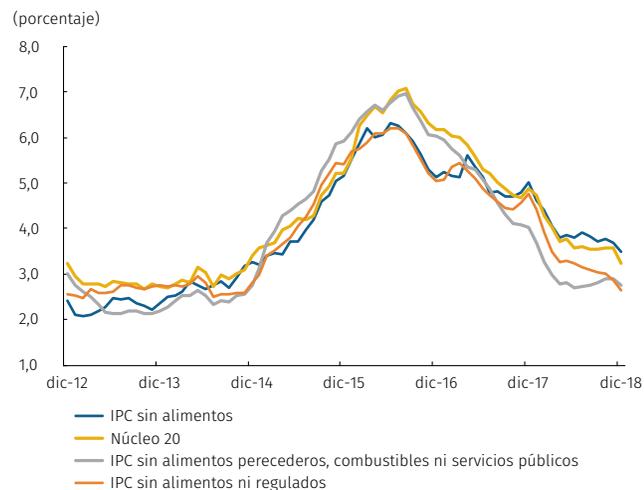
afectó los ajustes de los precios de los bienes y servicios transables del IPC, por lo común los más sensibles a los movimientos del tipo de cambio. Es posible que dicha transmisión haya sido contenida por la debilidad relativa de la demanda y por el descenso en los precios internacionales de los combustibles y otras materias primas, contribuyendo esto último a reducir costos de producción y de transporte.

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

Descripción	Ponderación	Jun-17	Sep-17	Dic-17	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18
Total	100,00	3,99	3,97	4,09	3,23	3,33	3,27	3,18
Sin alimentos	71,79	5,12	4,71	5,01	3,71	3,78	3,70	3,48
Transables	26,00	4,41	3,41	3,79	1,57	1,52	1,29	1,09
No transables	30,52	5,21	5,21	5,49	4,13	4,13	4,05	3,79
Regulados	15,26	6,01	5,68	5,86	6,03	6,41	6,53	6,37
Alimentos	28,21	1,37	2,22	1,92	2,05	2,25	2,22	2,43
Perecederos	3,88	-14,72	-0,32	5,84	9,51	9,66	7,96	8,88
Procesados	16,26	3,29	0,84	-0,91	-0,72	-0,54	-0,15	-0,08
Comidas fuera del hogar	8,07	7,62	6,01	5,21	3,32	3,52	3,55	3,68
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		5,12	4,71	5,01	3,71	3,78	3,70	3,48
Núcleo 20		5,31	4,87	4,87	3,56	3,58	3,57	3,23
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		5,07	4,31	4,02	2,81	2,89	2,90	2,76
Inflación sin alimentos ni regulados		4,87	4,44	4,76	3,04	3,02	2,88	2,64
Promedio de todos los indicadores		5,09	4,58	4,66	3,28	3,32	3,26	3,03

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.2
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El año pasado las presiones alcistas se concentraron en el componente regulado del IPC, específicamente en los servicios públicos. Aumentos en las inversiones para mejorar la distribución y más recientemente incrementos en los precios tranzados en bolsa explican estas alzas.

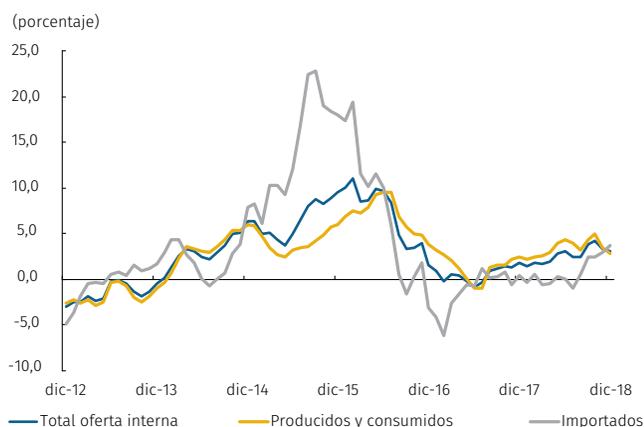
Algunas presiones inflacionarias también se originaron en los alimentos sin comidas fuera del hogar, sobre todo en la segunda mitad del año. Sin embargo, el ritmo de ajuste de estos precios aún sigue por debajo de la meta de inflación, sin que se perciba una reducción en el abastecimiento de alimentos.

A juzgar por el comportamiento del índice de precios del productor (IPP), en 2018 los costos laborales tendieron a ajustarse a un ritmo creciente,

aunque sin exceder la meta del 3,0% ni dificultar su cumplimiento. Así, la inflación anual del IPP total de oferta interna terminó el año en 3,09%, nivel que resultó superior al observado doce meses atrás (1,85%), pero inferior al de septiembre pasado (3,77%) (Gráfico 3.3).

En contraste con lo que se observa en el segmento transable de los precios al consumidor, en el IPP importado sí se hizo evidente la transmisión de la depreciación del tipo de cambio en 2018: la variación anual de este componente pasó de 0,37% en diciembre de 2017 a 2,47% en septiembre y a 3,67% a finales de 2018. Cabe señalar que en el caso del IPP, una parte importante de los precios se fija directamente en dólares, por lo que la transmisión usualmente es contemporánea. En el caso del IPC, el traspaso de los movimientos del tipo de cambio a los precios suele demorarse algunos trimestres, y de esta manera resulta más fácilmente atenuado por el comportamiento de la demanda.

Gráfico 3.3
IPP por procedencia (variación anual)



Fuente: DANE.

Por su parte, el componente local del IPP (2,85%) terminó por debajo de la meta de inflación, pero también repuntó con respecto a diciembre de 2017 (2,50%), aunque cayó al compararse con septiembre de 2018 (4,34%).

En cuanto a los costos laborales, con datos a noviembre y diciembre de 2018 el comportamiento fue dispar. Con cifras a noviembre, mientras que los aumentos de los salarios en la construcción de vivienda (3,6%) y pesada (3,7%) cayeron a lo largo de 2018, los del comercio (6,3%) aumentaron y los de la industria (5,2%) retrocedieron. En todos los casos, los ajustes estuvieron por encima de la inflación objetivo, aunque no necesariamente fueron incompatibles con esta, si se tienen en cuenta las ganancias usuales en productividad (Gráfico 3.4).

El aumento del salario mínimo para 2018 del 6,0% tampoco impidió la reducción de la inflación, aunque sí pudo haber contribuido a ajustes de precios superiores al 5,4% en varios servicios, los cuales usualmente presentan un alto nivel de indexación.

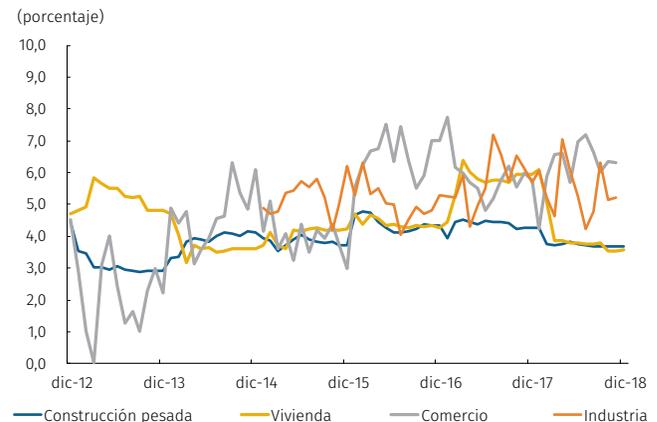
3.2 Comportamiento por componentes

Del análisis de los principales componentes del IPC (transables, no transables, regulados y alimentos) se desprenden dos comportamientos contrarios que determinaron el desempeño de los precios al consumidor durante 2018. El primero de ellos es el que explica la caída de la inflación anual en 2018, la cual se concentró en el segmento transable y no transable de la canasta del IPC. El segundo comportamiento, el cual ejerció presiones al alza, estuvo liderado por el grupo regulado del IPC (en especial por los servicios públicos) y por los alimentos sin comidas fuera del hogar.

Las presiones bajistas del ajuste anual en el IPC de transables a lo largo de 2018, se presentaron al pasar de 3,79% en diciembre de 2017 a 1,57% en septiembre y a 1,09% en diciembre (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.5). La variación anual de transables fue relativamente estable a partir de abril pasado, pero retomó una tendencia decreciente en los dos últimos meses del año, pese a la depreciación del peso. El descenso en el ritmo de ajustes de transables a lo largo del año fue generalizado, aunque sobresalen los segmentos de comunicaciones, vestuario, medicinas y algunos rubros de transporte, como los pasajes aéreos. La debilidad de la demanda local y una leve tendencia a la baja de los precios internacionales de materias primas durante el año pasado explicarían este comportamiento, aunque a él también contribuyeron la desaparición del choque del aumento de impuestos indirectos, sobre todo a comienzos del año, y otros fenómenos puntuales.

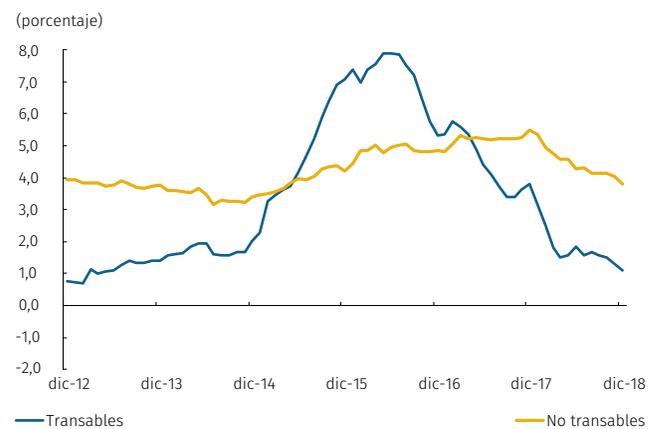
Durante 2018 el comportamiento del componente no transable del IPC también explica la caída de la inflación anual. Su variación anual fue descendiendo gradualmente de 5,49% en diciembre de 2017 a 4,13% en septiembre y a 3,79% en diciembre (Cuadro 3.1, Gráfico 3.5). Al igual que en el caso de transables, este desempeño bajista está asociado con una demanda débil, pero de manera también importante a un menor nivel de indexación frente a 2017, dado que la inflación de ese año terminó en un nivel significativamente menor (4,09%) que en el año precedente (5,75%). Aunque la desaparición del choque de impuestos indirectos también

Gráfico 3.4
Salarios nominales
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

desempeñó un papel, en la actualidad este fue menor que en los transables.

Al analizar el comportamiento de los diferentes subgrupos que componen los no transables, la caída en la variación anual fue generalizada, destacándose más (por su peso en la canasta, de 18,6%), la de arriendos, cuyo cambio anual retrocedió de 4,28% en diciembre de 2017 a 3,45% en septiembre y a 3,42% en diciembre. Igual sucedió con el subgrupo de indexados (compuesto en especial por servicios de educación y salud), de 6,96% en diciembre de 2017 a 5,54% en septiembre y a 5,43% a finales de 2018. El ritmo de ajuste de esta subcanasta sigue siendo alto, demostrando su alta inercia inflacionaria (Gráfico 3.6).

Para los rubros de no transables más afectados por el tipo de cambio vía costos, la variación anual fue descendente durante los tres primeros trimestres de 2018 (de 5,72% en diciembre de 2017 a 3,27% en septiembre de 2018), y luego se estabilizó y terminó el año en 3,29%. Esta dinámica sugiere una baja transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios al consumidor, en especial durante el episodio de depreciación de finales de año.

El subgrupo de no transables que más descensos presentó en su variación anual fue el denominado “resto” (el cual incluye boletas de fútbol), al pasar de 10,88% en diciembre de 2017 a 4,97% en septiembre y a -0,42% en diciembre de 2018. Un factor decisivo en este caso fue una muy alta base de comparación a finales de 2017, sobre todo por el comportamiento del renglón boletas de fútbol, situación que no se repitió este año. Es importante anotar que este ítem no hará parte de la canasta que rige a partir de la implementación del nuevo cálculo del IPC en 2019, por lo que esta fuente de volatilidad desaparecería.

A diferencia de los transables y no transables, el grupo de regulados presionó al alza la inflación al consumidor durante 2018, manteniendo un ritmo de ajustes muy por encima de la meta del 3,0%. En este caso la variación anual pasó de 5,86% en diciembre de 2017 a 6,03% en septiembre y a 6,37% en diciembre (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.7). Este desempeño alcista de los regulados lo explican únicamente los servicios públicos, cuya variación anual aumentó de 5,39% en diciembre de 2017 a 6,57% en septiembre y a 7,47% a finales de 2018. En contraste, los subgrupos transporte (4,76%) y combustibles (7,28%), en el grupo no transable del IPC, presionaron la inflación a la baja.

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

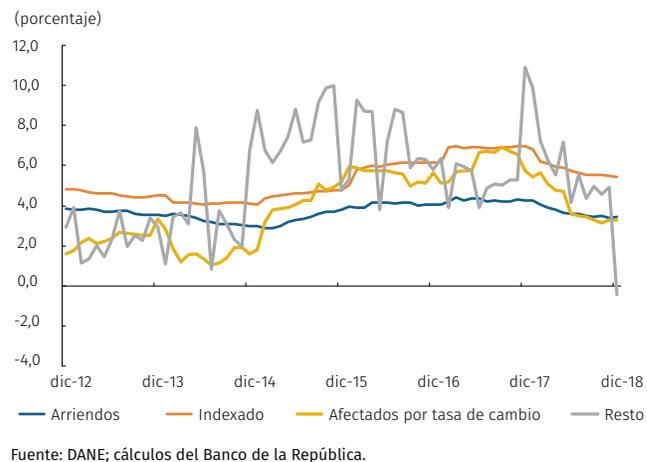


Gráfico 3.7
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)

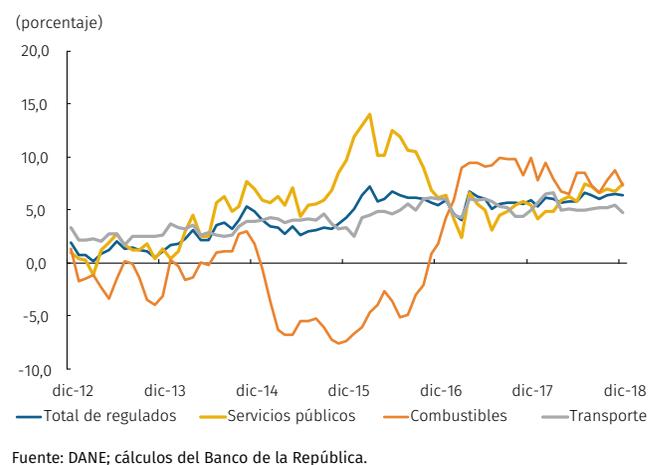
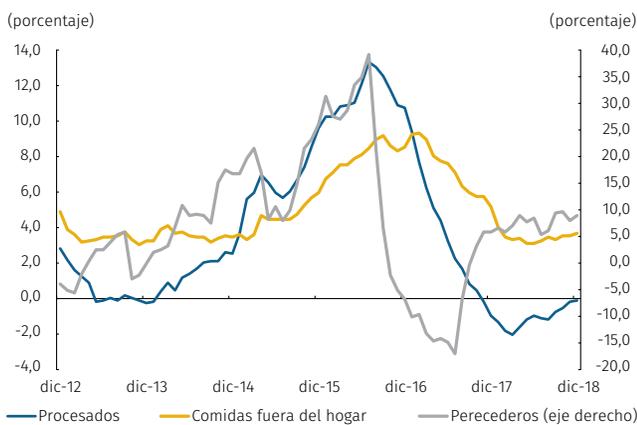


Gráfico 3.8
IPC de alimentos
(variación anual)



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.

El impulso inflacionario de los servicios públicos se concentró especialmente en la energía, cuyas tarifas vienen incorporando aumentos por cuenta de la ampliación de la infraestructura de distribución. También, es posible que el retraso en la entrada en operación de Hidroituango haya comenzado a incidir en las tarifas, al limitar el crecimiento de la oferta eléctrica en momentos en que la demanda se expande a buen ritmo, junto con los problemas financieros que han enfrentado algunas empresas del sector.

Además del componente regulado del IPC, alimentos fue la otra subcanasta que ejerció presiones alcistas sobre la inflación. Es importante señalar, sin embargo, que esta tendencia no obedece a problemas serios de oferta agropecuaria y probablemente está más relacionada con el ciclo usual de la producción, en respuesta a los muy bajos precios relativos del año anterior.

Así, la variación anual del IPC del grupo de alimentos mostró una tendencia ascendente: de 1,92% en diciembre de 2017 pasó a 2,05% en septiembre y a 2,43% en diciembre (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.8). Sin embargo, y por segundo año consecutivo, estos ajustes han seguido siendo relativamente bajos y menores que la meta de inflación. El indicador de abastecimiento de alimentos en las centrales de abasto del país se ha mantenido alto en los últimos semestres, lo cual sugiere que la oferta agropecuaria ha seguido expandiéndose a buen ritmo.

Dentro de alimentos, los precios que más aumentaron en 2018 fueron los del segmento perecedero, cuyo ajuste anual crecía al 5,84% en diciembre de 2017 y terminó en 8,88% un año después (Gráfico 3.9). Además del ciclo agropecuario, otro factor que no se puede descartar como causa de estos aumentos son los anuncios, desde hace varios meses, de una posible presencia del fenómeno climático de El Niño. Esto puede afectar las decisiones de inversión y siembras, incluso sin que se haya registrado un cambio significativo del clima. No obstante, como se menciona en el capítulo siguiente, debe tenerse en cuenta que en el caso de un Niño débil, como el que se pronostica, estos efectos terminarían siendo escasos y de muy corta duración.

El registro de la variación anual de alimentos por debajo del objetivo inflacionario desde abril de 2017 (2,49%) se explica, especialmente, por el comportamiento de los alimentos procesados. Durante el último año este subgrupo de alimentos se ha mantenido en terreno negativo: pasó de -0,91% en diciembre de 2017 a -0,08% un año después. A pesar de la

depreciación del peso con respecto al dólar observada en 2018, la tendencia bajista del conjunto de precios internacionales de los alimentos le permitió a los procesados cerrar 2018 aún en terreno negativo.

Finalmente, las comidas fuera del hogar ejercieron una presión bajista sobre la inflación durante 2018, al caer de 5,21% en diciembre de 2017 a 3,68% en diciembre de 2018. La debilidad de la demanda y la menor inercia inflacionaria contuvieron, en parte, las presiones alcistas a este componente de los alimentos. La tendencia descendente se quebró en el cuarto trimestre del año, quizá por aumentos puntuales en algunos costos.

Recuadro 2

La nueva canasta familiar y sus implicaciones

Edgar Caicedo G.
Edward G. Gómez
Ramón Hernández*

A partir de enero de 2019 el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) adoptó una nueva metodología para calcular el índice de precios al consumidor (IPC), el cual reemplazará al IPC base diciembre 2008 = 100, cesta que estuvo vigente desde enero de 2009. El objetivo de este recuadro es describir los principales cambios introducidos en la nueva canasta familiar (IPC base diciembre 2018 = 100) y hacer algunas anotaciones sobre las implicaciones del nuevo IPC que debería contemplar la autoridad monetaria.

1.1 La importancia del IPC

El IPC es una investigación estadística de carácter periódico, cuyo contenido permite calcular las variaciones en los precios que sufre un conjunto representativo de bienes y servicios finales consumidos por los hogares en una zona geográfica específica. Por su importancia, es considerado como uno de los indicadores macroeconómicos más relevantes y más analizados a nivel mundial. El espectro de uso del IPC es amplio; por ejemplo, la autoridad monetaria sigue y estudia el IPC con el fin de implementar políticas para controlar la inflación al consumidor¹. El IPC, además, es un insumo para fijar tarifas de varios servicios y para determinar el ajuste de salarios y de tasas impositivas en la economía. En Colombia se utiliza para fijar la unidad de valor real (UVR) y para ajustar por inflación los estados financieros de las empresas, entre muchos otros usos. Por su trascendencia estadística e importancia económica y financiera, las diversas agencias encar-

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

1 Cuando la autoridad monetaria estima que la inflación se está desviando de la meta de largo plazo, sin que se deba a choques transitorios, decide cambiar su postura monetaria, ajustando su principal instrumento, que es la tasa de interés de intervención en el mercado monetario. Con ello, asegura la estabilidad de precios y contribuye a mantener un crecimiento económico sostenido que genere empleo y mejore la calidad de vida de la población.

gadas de su producción y divulgación en el mundo realizan revisiones periódicas de su metodología.

1.2 Historia breve de los cambios en el IPC en Colombia

Los primeros avances para medir la evolución de los precios al consumidor comenzaron en 1923 con la creación del Banco de la República y de la Contraloría General de la República. Con la creación del Emisor se hizo evidente la importancia de elaborar un IPC como herramienta para hacer seguimiento y así ejercer el control de precios. De esta manera, se le asignó a la Contraloría General la tarea de estructurar varias investigaciones estadísticas, de las cuales una de ellas fue la construcción de un IPC. En 1937 se realizaron los primeros avances para definir una canasta familiar de la clase obrera en Bogotá, iniciativa que se extendió para otras ciudades individualmente, por lo que no se contaba con un consolidado nacional.

Solo a partir de 1954 el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) construyó el primer IPC a nivel nacional (incluyó siete ciudades: Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Bucaramanga, Manizales y Pasto), definiendo su base de cálculo como el promedio de julio de 1954 a junio de 1955 = 100. Esta primera canasta, denominada IPC20, estuvo vigente desde julio de 1954 hasta diciembre de 1978. Desde entonces, el DANE ha venido actualizando la metodología del IPC cada diez años. Para la metodología con base diciembre de 1978 = 100 el DANE mantuvo las mismas siete ciudades. Un decenio después, con la nueva actualización (IPC diciembre de 1988 = 100) se amplió la cobertura geográfica a trece ciudades, al incluir a Pereira, Cartagena, Montería, Villavicencio, Cúcuta y Neiva. Posteriormente, el IPC base diciembre de 1998 = 100 mantuvo la misma cobertura geográfica. La penúltima canasta (IPC base diciembre de 2008 = 100) amplió el número de ciudades a veinticuatro, al incluir a Riohacha, San Andrés, Valledupar, Santa Marta, Quibdó, Popayán, Armenia, Tunja, Ibagué, Sincelejo y Florencia².

1.3 La nueva canasta

Para el cálculo del IPC base diciembre 2018 = 100 el DANE definió una nueva cesta a partir de la más reciente *Encuesta nacional de presupuesto de hogares, 2016-2017* (ENPH). La nueva canasta excluyó 71 artículos, sin que actualmente sean representativos de los hábitos de consumo de los colombianos. A la par, incluyó 84 nuevos ítems que hoy son parte de los patrones de consumo de los hogares. A partir de la ENPH se definieron las ponderaciones de los bienes y servicios seleccionados. Dicha encuesta, además, permitió incluir los principales cambios demográficos observados en

2 Al respecto, véase: DANE (2009). *Metodología índice de precios al consumidor, actualización 2009*, Colección Documentos, núm. 62, Bogotá, Colombia.

el país en los últimos años. Como novedad se comenzarán a incluir los hogares unipersonales en la medición, cuando antes de la metodología actual solo se tenían en cuenta los hogares con más de una persona (denominados *tradicionales*).

La nueva metodología ampliará la cobertura geográfica de 24 ciudades a 32 capitales de departamento, al ingresar Leticia, Arauca, Yopal, Puerto Inírida, San José del Guaviare, Mocoa, Mitú y Puerto Carreño, además de seis municipios priorizados: Barrancabermeja, Buenaventura, Rionegro, Soledad, Tumaco y Yumbo. Es importante anotar que el DANE solamente divulgará el IPC para veintitrés áreas geográficas, a saber: veintidós capitales y otras áreas urbanas (la cual incluirá a los seis municipios priorizados, junto con San Andrés y Quibdó). Adicionalmente, el DANE actualizó los criterios de conformación de los grupos poblacionales, siguiendo lineamientos internacionales, con lo cual se pasó de tres grupos (ingreso bajo, medio y alto) a cuatro (pobres, vulnerables, clase media y clase alta)³. Con estos cambios, el ingreso bajo, si asumimos como tal los pobres y vulnerables de la nueva canasta, ahora representa el 17,42% (antes el 31,6%), el ingreso medio 57,50% (antes 54,0%), y el alto 25,08% (previamente el 14,4%).

Pese a la importancia de estos cambios en el nuevo IPC, la principal innovación fue en materia de nomenclaturas. La nueva canasta familiar abandonó la clasificación tradicional de nueve grupos de gasto (alimentos, vivienda, vestuario, educación, etc.) y adaptó la nomenclatura de la clasificación de consumo individual por finalidad, del año 1998 (Coicop-1998, por su sigla en inglés)⁴. Esta clasificación, de la Organización de las Naciones Unidas (ONU), permitirá la comparación internacional de nuestro IPC, que ahora se conforma de 12 divisiones de gasto, 42 grupos, 84 clases y 188 subclases (Cuadro R.2.1).

Cuadro R2.1
Niveles de desagregación

Viejo IPC		Nuevo IPC	
Nivel	Cantidad	Nivel	Cantidad
Grupos	9	Divisiones	12
Subgrupos	34	Grupos	42
Clases	88	Clases	84
Gastos básicos	181	Subclases	188
Artículos	483	Artículos	443

Fuente: DANE.

3 El DANE sigue la metodología de López-Calva, Luis F.; Ortiz-Juárez, Eduardo (2011). "A Vulnerability Approach to the Definition of the Middle Class", Policy Research, working paper, núm. WPS 5902, World Bank; la cual permite hacer comparaciones internacionales y caracterizar el gasto de cada grupo de hogar.

4 Véase: <https://unstats.un.org/unsd/iiss/Classification-of-Individual-Consumption-According-to-Purpose-COICOP.ashx>; actualmente, la ONU adelanta una nueva revisión, la COICOP-2018, la cual, según dicha entidad está parcialmente terminada, por lo que infortunadamente el DANE no pudo adaptar esta clasificación al nuevo IPC.

La nomenclatura Coicop permite estructurar canastas del IPC a partir de la clasificación de las clases de gasto en servicios, los cuales pesan el 57,46%, y en bienes, que pesan el restante 42,54%. A estos últimos, la nomenclatura Coicop los subdivide en bienes durables (con una ponderación de 4,92%), semidurables (5,19%) y no durables (32,44%). En comparación con el anterior IPC, los servicios ganan participación (de 51,25% a 57,46%) en la nueva cesta, mientras que los bienes pierden importancia (de 48,75% a 42,54%).

Al comparar las grandes divisiones de la canasta nueva con los grupos de gasto de la anterior cesta, se pueden identificar otros cambios de gran importancia (Cuadro R2.2). En primer lugar, en la nueva metodología se excluye a las comidas fuera del hogar del grupo *alimentos*. Estas últimas se incorporan al grupo *restaurantes y hoteles*. En consecuencia, el peso de los alimentos en el IPC se reduce de 28,21% a 15,05%. El segundo cambio notorio es el de vivienda, que ahora se fracciona en dos divisiones: una denominada *alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles* (con una ponderación de 33,12%), y la otra descrita como *muebles y artículos para el hogar* (con un peso de 4,19%). Con ello se tiene que en la nueva canasta del IPC los rubros que antes se agrupaban en *vivienda* ganaron participación, al pasar de 30,1% a 37,31%. También, es importante anotar que los arrendamientos ganaron participación en la nueva canasta familiar. Ahora el arriendo efectivo más el imputado son el 25,16% del IPC total, frente al 18,58% que antes representaban.

1.4 Implicaciones del nuevo IPC

Al analizar los cambios en la estructura de ponderaciones entre la canasta familiar vieja y la nueva, se encuentra que el cálculo del IPC será más sensible a los movimientos de precios en los servicios. La vivienda, los restaurantes y las tecnologías de la información le aportaron una mayor importancia relativa a los servicios en el nuevo IPC. Estos rubros tienden a incorporar con mayor fuerza la inercia inflacionaria del pasado en sus precios, lo cual puede repercutir en la formulación de la postura de la política monetaria. También, la volatilidad que usualmente le aporta los precios de los alimentos a la inflación total tenderá a reducirse, por cuenta de la menor ponderación de esta subcanasta en la nueva cesta de consumo. Asimismo, las boletas de fútbol se excluirán en la nueva canasta, con lo cual se reducirá el impacto inflacionario que este rubro le imprimía al IPC cada semestre con las finales del rentado nacional. Por ejemplo, debido a esta sobrevaloración, para el torneo finalización de 2017, se estimó que este choque inflacionario fue cercano a los 13 puntos base (pb)⁵.

5 Véase al respecto a Caicedo, Edgar y Salazar, Andrea (2018), "El fútbol en la inflación", en *Informe sobre Inflación*, junio de 2018, Banco de la República, Bogotá, Colombia.

Por último, es importante destacar que las actualizaciones periódicas del IPC reducen los diferentes sesgos en la medición de inflación que se van acumulando a lo largo de los años (nuevos bienes, nuevos expendios, de calidad y de sustitución en el consumo). Por ejemplo, cada vez que se actualiza la canasta familiar el sesgo de sustitución disminuye, lo cual limita el aumento de precios al consumidor⁶. En este sentido, y sin pretender calcular el verdadero costo de vida (por ejemplo, mediante un índice superlativo), se puede aproximar el cálculo de la inflación anual con la vieja

canasta. Para ello, se compararon canastas completamente iguales en cuanto a número de gastos básicos (o subclases). Luego, se calculó el IPC de enero de 2019 con la metodología vieja y el IPC con la metodología de la nueva canasta. El ejercicio muestra que en enero de 2019 la variación anual del IPC no habría sido de 3,14%, en esas canastas construidas, sino de 3,23%. En otras palabras, sin el cambio de canasta la inflación anual al consumidor en enero habría sido 9 pb más alta⁷.

Cuadro R2.2
Comparación entre ponderaciones del IPC de 2008 con el IPC de 2018

Divisiones de Gasto	Ponderaciones IPC 2018	Grupos de gasto	Ponderaciones IPC 2008
Alimentos y bebidas no alcohólicas	15,05	Alimentos	28,21
Restaurantes y hoteles	9,43		
Prendas de vestir y calzado	3,98	Vestuario	5,16
Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles	33,12	Vivienda	30,1
Muebles y artículos para el hogar	4,19		
Salud	1,71	Salud	2,43
Transporte	12,93	Transporte	15,19
Información y comunicación	4,33	Comunicaciones	3,72
Recreación y cultura	3,79	Cultura y diversión	3,1
Educación	4,41	Educación	5,73
Bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes	1,7	Otros gastos	6,35
Bienes y servicios diversos	5,36		
Total	100,0	Total	100,0

Fuente: DANE.

6 Véase al respecto el Recuadro 1 del *Informe sobre Inflación* de septiembre de 2018, titulado: "El sesgo de medición en el IPC: una actualización", disponible en <http://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9535/Informe%20sobre%20Inflaci%C3%B3n%20septiembre%20de%202018.pdf?sequence=8&isAllowed=y>

7 Para este ejercicio se identificaron subclases gemelas de la nueva canasta correspondientes a los gastos básicos del IPC viejo. Con ello se calculó el IPC de enero de 2019 usando la metodología antigua (sin cambiar ni la base estadística ni las ponderaciones). Luego, se calculó para la misma canasta el IPC con la nueva metodología, es decir, actualizando las ponderaciones y la base estadística. La inflación anual oficial en enero de 2019 fue de 3,15%, mientras aquella calculada con rubros idénticos del IPC viejo, pero con las nuevas ponderaciones y la nueva base de cálculo, fue de 3,14%. Esto se hizo para comparar canastas idénticas.

04

Pronósticos de mediano plazo

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

Para 2019 se espera una inversión más dinámica de lo que se preveía hace un trimestre.

En 2019 y 2020 la inflación se mantendría un poco por encima de la meta de inflación debido, en parte, a las presiones originadas por la mayor depreciación observada y esperada, y por la desaparición gradual de los excesos de capacidad productiva.

4.1 Crecimiento económico para 2019

El pronóstico de crecimiento del PIB para el año completo presentado en este *Informe* cambió poco frente al publicado un trimestre atrás. Aunque actualmente se están materializando algunos riesgos bajistas identificados con antelación, factores internos, como la entrada en vigencia de la Ley de Financiamiento, cuyos efectos se incluyen por primera vez en los pronósticos, estarían ejerciendo efectos positivos compensatorios.

Así, la proyección de crecimiento para 2019 contempla los siguientes cambios en las variables externas: 1) una revisión a la baja de los pronósticos de los precios internacionales del petróleo y de otros bienes básicos de exportación de Colombia, que implican una caída más rápida que la esperada, y 2) una actividad económica global algo más débil que la considerada, como se discutió en el capítulo 1 de este *Informe*.

En el primer caso, la revisión a la baja de los precios de las principales exportaciones tradicionales supone una caída de los términos de intercambio en 2019

Se prevé una reducción de los términos de intercambio de alrededor del 8% en 2019.

frente a 2018 de alrededor del 8,0%. Como se ha discutido en el pasado, este tipo de fenómenos tenderá a reducir la dinámica del ingreso nacional en el mediano y largo plazos y, por tanto, limitaría las posibilidades de expansión de la demanda interna. No obstante, en esta oportunidad dichos efectos negativos pueden ser menores, toda vez que los términos de intercambio (y en particular el precio del petróleo) seguirán en niveles relativamente favorables. De hecho, su aumento en 2018 siempre fue visto como transitorio por parte de los mercados e inversionistas del sector.

Con respecto al crecimiento de la demanda externa, en los últimos meses se han observado signos de desaceleración y se espera que esta tendencia continúe a lo largo del año. Esto supondría un menor dinamismo para nuestras exportaciones de bienes y servicios no tradicionales. Por otro lado, la menor dinámica de la economía mundial implicará, a su vez, un ritmo más lento de la normalización de las posturas de política monetaria de las economías avanzadas, por lo que la liquidez internacional seguirá siendo muy amplia y debería continuar el acceso del país al financiamiento internacional. Ello, sin embargo, dentro de un entorno de incertidumbre importante, con sesgos a la baja.

En el frente interno se espera una recuperación algo mayor de la dinámica de la inversión, tanto de obras civiles como de maquinaria y equipo, que la contemplada un trimestre atrás. En el primer caso, y a diferencia de versiones anteriores de este *Informe*, el impulso vendría, en su mayoría, de un mejor desempeño de la ejecución de recursos por parte de los gobiernos regionales y locales. Si bien la inversión por concepto de la construcción de vías en el marco de las obras de cuarta generación (4G) mostrará incrementos anuales, esta continuará enfrentando cuellos de botella en los cierres financieros y en asuntos ambientales, prediales, sociales y de orden público que dificultarán la ejecución de recursos y su aporte a la expansión de la actividad económica en 2019.

Para el caso de la inversión en bienes de maquinaria y equipo de transporte, también se prevé un mayor dinamismo en este año. Esto sería resultado, principalmente, de los efectos positivos de 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 (Ley de Financiamiento). No obstante, es importante señalar que se mantienen las perspectivas de un estancamiento para el renglón de la inversión en construcción de edificaciones. Al respecto se prevé que continúe el escaso dinamismo de la demanda de vivienda de ingresos medios y altos, y que se mantengan, en buena parte, los excesos de oferta en el renglón de edificaciones no residenciales.

Para 2019 se anticipa un crecimiento del consumo público menor que el de 2018.

Con respecto al comportamiento del consumo público, para 2019 se prevé un crecimiento cercano al 3,5%, menor que el que se habría observado en 2018. Esta cifra, aún con las proyecciones del Gobierno, implica el cumplimiento de los niveles de déficit permitidos por la regla fiscal mediante un ajuste del gasto en funcionamiento del Gobierno Nacional Central (GNC), principalmente. Así las cosas, para este año se reduciría la contribución del consumo público al crecimiento del PIB.

Con todo lo anterior, para 2019 el equipo técnico del Banco de la República prevé una aceleración de la demanda interna, impulsada, sobre todo, por un mayor dinamismo de la formación bruta de capital. El consumo total registraría un crecimiento similar al que se habría observado en 2018. En sentido contrario a la proyección del comportamiento del consumo público, el componente privado continuaría mostrando una tendencia moderada de recuperación, tal y como se observó a lo largo de 2018. Esto se daría en un contexto de inflación controlada y cercana a la meta de largo plazo del 3,0%, de una postura de política monetaria que seguirá siendo levemente expansiva en la mayor parte del año, y de una recuperación gradual de la confianza de los hogares.

Las exportaciones netas continuarán restando al crecimiento durante 2019. Si bien se esperan aceleraciones en las tasas de expansión de las exportaciones e importaciones, estas serían mayores en el segundo caso. Las ventas al exterior se verían favorecidas, sobre todo, por una probable reversión parcial de los choques negativos en los sectores productivos de bienes tradicionales, en particular de café, carbón, oro y ferroníquel. Las de servicios, por su parte, contribuirán positivamente al incremento de este rubro del PIB, por cuenta de los efectos de la depreciación de la tasa de cambio. En contraste, las exportaciones de bienes no tradicionales reportarían crecimientos moderados, dadas las perspectivas de una demanda externa más débil. Las importaciones registrarán un crecimiento importante, por cuenta del mayor dinamismo de la demanda interna intensiva en bienes y servicios provenientes del exterior. Así las cosas, el déficit comercial (medido en pesos constantes) se ampliaría en 2019.

Por el lado de la oferta, las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República sugieren que en 2019 el crecimiento de la economía colombiana continuaría su recuperación, principalmente de la mano del desempeño de la industria manufacturera y del repunte gradual de la construcción.

En el caso de la producción industrial, se prevé que en 2019 esta continúe su proceso de recuperación, dados los efectos acumulados de la depreciación del tipo de cambio observada en meses recientes sobre la competitividad del sector. 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 efecto sobre la oferta agropecuaria. 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, por su parte, se espera una producción similar a la de 2018. Por un lado, se prevé una moderada recuperación en la producción de carbón durante 2019, debida en parte a una baja base de comparación en 2018 y aún con la dinámica prevista para las exportaciones de este producto, presentada en el capítulo 1 de este informe. Sin embargo, también se prevé un menor precio del petróleo, lo que podría contrarrestar

El equipo técnico espera una aceleración de la demanda interna durante 2019.

En 2019 continuaría el proceso de recuperación de la industria manufacturera.

Se espera que en 2019 la producción minera tenga una dinámica similar a la del año anterior.

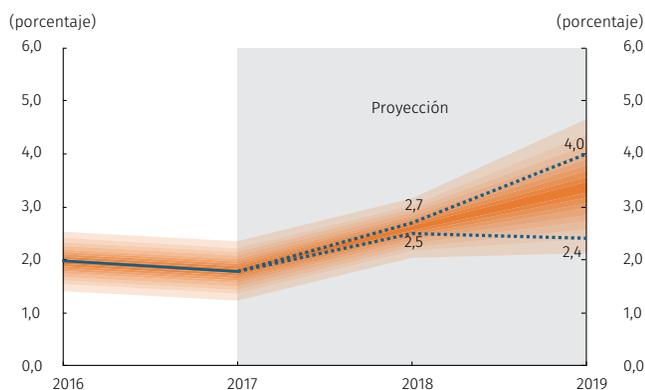
lo anterior debido a una menor inversión en proyectos mineroenergéticos. Finalmente, las proyecciones gremiales permiten anticipar un buen dinamismo de la producción de otros metales, como el oro y el níquel.

Por último, se espera un crecimiento positivo de la construcción durante 2019 después de caer por dos años consecutivos. Lo anterior se debe, principalmente, a la recuperación que tendrían las obras civiles, asociadas con las ejecuciones de los gobiernos locales y, en alguna medida, a la concreción de los cierres financieros y la puesta en marcha de varios proyectos de 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.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República pronostica para 2019 un crecimiento del PIB de 3,4% como cifra más probable, levemente por debajo lo publicado en el anterior *Informe sobre Inflación* (3,5%). El punto central y el rango de pronóstico de crecimiento (que en esta ocasión es de entre 2,4% y 4,0%) se encuentran dentro del *fan chart* de crecimiento económico que se deriva de los modelos de mediano y largo plazos de la Gerencia Técnica, y son consistentes con los escenarios de la balanza de pagos presentados en el capítulo 1. En esta oportunidad la amplitud de los intervalos se mantiene elevada y, como se puede apreciar en los gráficos 4.1 y 4.2, no se perciben sesgos significativos sobre el escenario central. El análisis de riesgos contempla que los desempeños de la demanda interna y del contexto externo son las fuentes de incertidumbre más relevantes sobre el pronóstico central. El cuadro 4.1 presenta los rangos de probabilidad del *fan chart* de crecimiento del PIB.

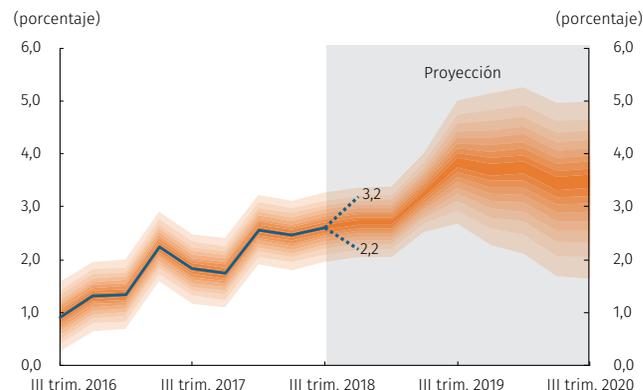
Como principal riesgo al alza, se considera un escenario de mejores condiciones de liquidez externa que las contempladas en el escenario central, como consecuencia de un mayor flujo de capitales hacia el país. Los principales riesgos a la baja estarían relacionados con unos menores

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.

términos de intercambio como resultado de un precio del petróleo más bajo; una demanda externa más débil, producto de un menor crecimiento de los socios comerciales, y un desempeño de la demanda interna menor que lo previsto en el escenario central.

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

Rango	2019	2020
<-1,0	0,00	0,01
-1,0 - 0,0	0,00	0,21
0,0 -1,0	0,09	1,88
1,0 - 2,0	3,46	9,09
2,0 - 3,0	27,39	23,75
3,0 - 4,0	47,77	33,41
> 4,0	21,28	31,65
Entre 3 y 5	67,18	56,70
Entre 2 y 4	75,16	57,16
Entre 1,5 y 3	30,25	29,74

Fuente: cálculos del Banco de la República.

4.2 Inflación

La senda central del pronóstico de inflación para 2019 aumentó un poco en este *Informe* frente a lo presentado en el trimestre anterior. Hacia 2020, sin embargo, dicha situación se invertiría y la inflación terminaría un poco más cerca del 3,0% de lo que se preveía. En general, el pronóstico central sugiere que, durante los próximos dos años, la inflación total permanecería algo por encima de la meta del 3,0%, con desviaciones temporales algo mayores durante parte de 2019 con respecto a este valor, pero en cualquier caso moderadas. Por su parte, la inflación básica, medida con el IPC sin alimentos ni regulados, aumentaría en los próximos trimestres hasta situarse algo por encima del 3,0%, nivel que mantendría el resto del horizonte de pronóstico.

Cabe señalar que en el actual *Informe* se están incorporando por primera vez impactos parciales por cuenta de un posible fenómeno de El Niño, del aumento del salario mínimo del 6,0%, según lo autorizó el Gobierno para 2019, y de la Ley de Financiamiento que entró en vigencia a comienzos de este año (que se espera que genere estímulos sobre la inversión y el crecimiento). Estos choques tienden a generar presiones alcistas sobre la inflación, como se explica más adelante.

En la actualidad la senda proyectada tiene en cuenta que la inflación de finales de 2018 (la total y en especial la básica) se situó por debajo de los pronósticos presentados en los informes anteriores. Como se explicó en el capítulo 3, ello en parte obedeció a una transmisión de la depreciación a los precios al consumidor menor que la prevista, pero también a una oferta amplia de alimentos que ha mantenido estos precios en niveles

relativamente bajos, por segundo año consecutivo, algo que ha sido poco usual en el pasado.

Como ha venido sucediendo desde hace varios trimestres, la inflación en Colombia durante los próximos dos años seguirá enfrentando escasas presiones de demanda por cuenta de la presencia de excesos de capacidad productiva en la economía y de una brecha del producto negativa. Si bien la senda central contempla una aceleración en el ritmo de crecimiento del producto en este horizonte de pronóstico, a niveles algo superiores al potencial de la economía, esto no bastaría para eliminar completamente dichos excesos. Esta circunstancia haría posible que la inflación del IPC de no transables siga convergiendo gradualmente desde los niveles cercanos al 4,0% de finales de 2018, al 3,0% en los próximos ocho trimestres.

Sin embargo, hay que llamar la atención sobre el hecho de que la brecha del producto deberá cerrarse paulatinamente si se verifican los pronósticos de crecimiento de mediano plazo contemplados en este *Informe*, y que en ese sentido hacia finales de 2020 sería cercana a cero. Por tanto, la demanda irá ganando importancia como fuente de presiones inflacionarias en el futuro, en especial hacia ese año.

En esta oportunidad, los pronósticos tienen implícito un tipo de cambio más devaluado que el previsto antes. La caída reciente del precio del petróleo y la revisión a la baja de su pronóstico explican en parte este resultado y compensarían los efectos de menores expectativas de aumentos de las tasas de interés externas (véase el capítulo 1). Así, para los próximos trimestres se espera que la inflación en Colombia esté sometida a presiones alcistas, mayores que las contempladas en el pasado, cuyo origen es una tendencia más marcada hacia la depreciación del peso.

Adicionalmente, se espera que a comienzos de 2019 se complete la transmisión de la depreciación observada en la segunda mitad del año pasado. Como se ha señalado en diversos apartes de este *Informe*, hasta diciembre dicha transmisión había sido inusualmente baja, al mostrar resultados inferiores a los proyectados en la inflación de transables y al contribuir al descenso sorpresivo de la inflación sin alimentos ni regulados por debajo del 3,0%.

La depreciación acumulada y proyectada presionará al alza la inflación de transables en los próximos meses desde los bajos niveles alcanzados recientemente. Esta situación debería imprimir también una tendencia alcista sobre la inflación sin alimentos ni regulados, que compensará con creces el descenso que debe observarse en la inflación de no transables.

Para 2019 la inflación también estará afectada por el reajuste del salario mínimo, el cual este año se estableció en una magnitud superior a la meta de inflación más las ganancias de productividad laboral consideradas como normales en Colombia (alrededor del 1% por año). El salario mínimo en Colombia es un precio de referencia muy importante en el

La brecha del producto deberá irse cerrando paulatinamente en los ocho trimestres siguientes.

La depreciación del peso ejercerá presiones alcistas sobre la inflación en 2019.

mercado laboral colombiano, dado el gran porcentaje de ocupados que lo devengan. Diversos salarios en varios mercados pueden estar atados implícita o explícitamente a sus reajustes. Por tal razón, también constituye una parte importante de los costos de producción laboral de las empresas.

Cabe esperar que el reajuste efectuado en el salario mínimo incida, principalmente, en la formación de precios de algunos servicios, como los de administración y seguridad de vivienda, y los de restaurantes, hoteles y bares, por ser intensivos en trabajo no calificado. Los precios de estos sectores, usualmente indexados a la inflación pasada, también pueden moverse en función de los ajustes al salario mínimo, pues estos marcan una pauta para la fijación de salarios en sus mercados.

No obstante, la existencia de una tasa de desempleo todavía relativamente alta frente a lo que podría ser su nivel no inflacionario, y que además tendió a subir hacia finales de año, limita el efecto que dicho reajuste pueda tener en una gama más amplia de salarios. Por ello, el impacto sobre la inflación total y básica, que se recoge en la senda central de pronóstico de este *Informe* por cuenta de este reajuste, es pequeño.

A los factores señalados, en este *Informe*, se adiciona por primera vez al pronóstico central el impacto de un posible fenómeno de El Niño de intensidad débil sobre el precio de los alimentos. En momentos en que se escribía este documento la probabilidad de ocurrencia de dicho fenómeno era bastante alta y muy superior a la que se estimaba hace tres meses, aunque aún no existía certidumbre total. Un fenómeno de sus características suele tener efectos pequeños sobre la inflación de alimentos, además, se suelen limitar a un año.

En este *Informe* se supone que El Niño generaría aumentos moderados en los precios de los alimentos en la primera mitad del año, pero hacia el segundo semestre estos retornarían a niveles más bajos, una vez las condiciones climáticas tiendan a normalizarse. En esta oportunidad no se contempló ningún impacto alcista del fenómeno climático sobre los precios de la energía.

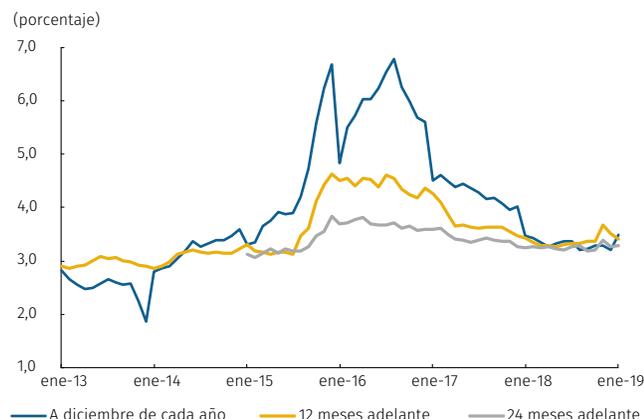
El golpe de El Niño en los precios de los alimentos repercutirá en la inflación total de manera transitoria, produciendo aumentos en ella en los dos primeros trimestres de 2019, pero descensos en la segunda mitad del año. Así, el impacto de este fenómeno deberá restringirse a este año.

Al efecto levemente alcista generado por el clima se sumarán reajustes en los precios de los bienes y servicios regulados significativamente por encima de la meta del 3,0%, como ha venido sucediendo desde hace un tiempo, aunque con una tendencia decreciente. Como ocurrió en 2018, para el siguiente año las mayores alzas deberán correr por cuenta de las tarifas de energía eléctrica al consumidor. Además, en 2019 se esperan que se sigan dando incrementos relacionados con las mayores necesidades de inversión que tiene el sector. También, se contemplan algunos

Un fenómeno de El Niño débil, como el que se prevé, suele tener efectos pequeños y transitorios sobre la inflación de alimentos.

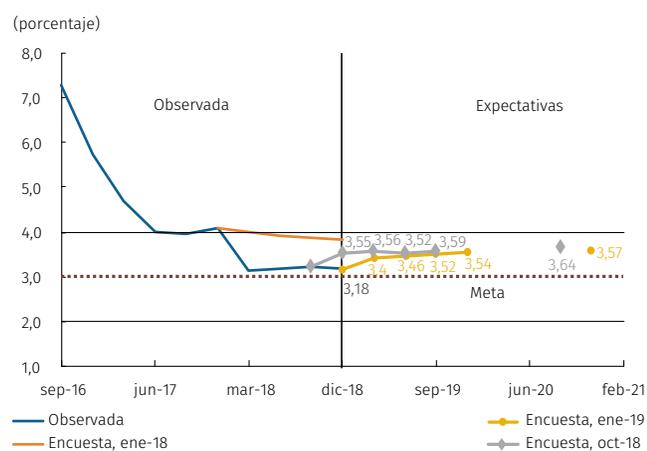
La inflación en 2019 también estará afectada por reajustes en los precios de los regulados por encima de la meta del 3,0%.

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



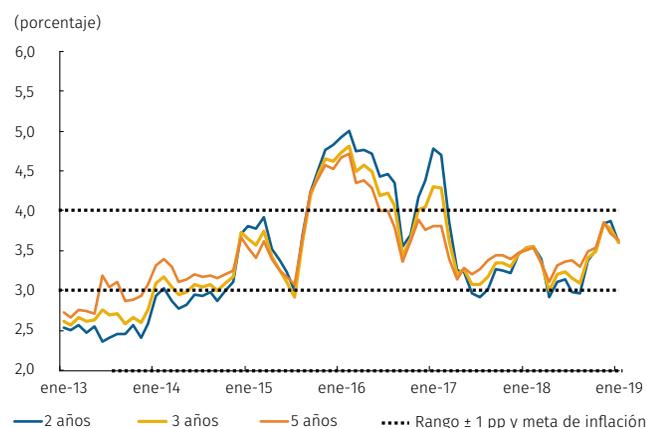
Fuente: Banco de la República.

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



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

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



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

reajustes por desmontes en subsidios y por el retraso en la entrada en operación de Hidroituango.

Asimismo, se esperan aumentos por encima del 3,0% en el caso del gas, teniendo en cuenta el menor crecimiento previsto para la oferta frente a la demanda. En gasolina y diésel la caída en el precio internacional del petróleo debe terminar en ajustes menores a los del año pasado, aunque algo mayores que la meta de inflación, si se considera el efecto de la mayor senda proyectada para el tipo de cambio.

El comportamiento reciente de las expectativas de inflación sugiere que esta se situará un poco por encima de la meta en los próximos años. De acuerdo con las encuestas recogidas a comienzos de enero de 2019, cuando se preparaba este *Informe*, las expectativas a diferentes horizontes se situaron alrededor del 3,5%. En particular, las obtenidas a partir de la encuesta mensual efectuada por el Banco de la República a analistas y operadores del mercado, a uno y dos años se situaron entre 3,3% y 3,5%. Estos valores son un poco superiores a los obtenidos en octubre (Gráfico 4.3). Las expectativas reportadas principalmente por las empresas, en la encuesta trimestral, a doce y veinticuatro meses estuvieron en 3,54% y 3,57%, frente a niveles de 3,6% para ambos horizontes según lo presentado en el informe del trimestre anterior (Gráfico 4.4). Por último, con datos de enero, las expectativas derivadas de los títulos de deuda pública para dos, tres y cinco años se encontraban entre 3,47% y 3,61%. Estos son niveles muy similares a los de hace tres meses (Gráfico 4.5).

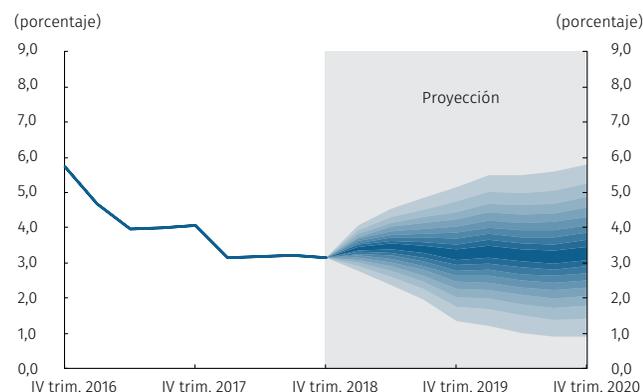
En síntesis, la inflación total al consumidor deberá aumentar un poco a comienzos de 2019, respondiendo a los efectos de la depreciación observada y prevista, y a choques transitorios y pequeños por cuenta de fenómenos climáticos, de reajustes en los precios relativos de algunos bienes regulados y del ajuste relativamente alto del salario mínimo. Sin embargo, la presencia de excesos importantes de capacidad productiva limita estos aumentos, gracias a lo cual la inflación a finales de este año debe terminar un poco por encima del 3,0%, aunque convergiendo a este nivel. Hacia 2020 no se esperan cambios importantes en estos números

teniendo en cuenta que la recuperación prevista para el crecimiento económico y la demanda deben ayudar a cerrar, en gran medida, la brecha del producto.

4.3 Balance de riesgos

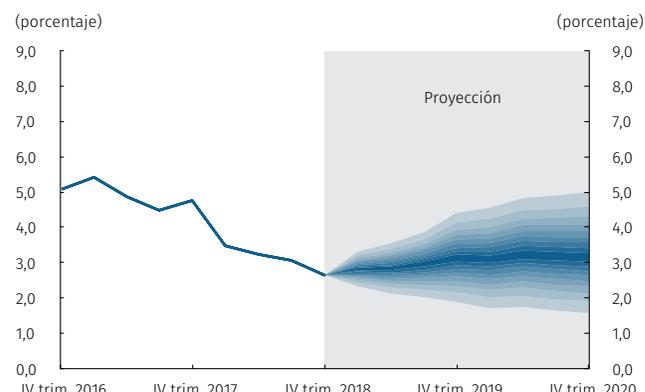
El balance de riesgos (*fan chart*) para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos ni regulados se presenta en los *fan chart* de los gráficos 4.6 y 4.7. Dicho balance de riesgos se construyó a partir de la senda central de estas variables, ambas derivadas del pronóstico unificado del equipo técnico. Para este *Informe* se estima un *fan chart* para la inflación total sin sesgos para 2019, pero con leves sesgos alcistas para 2020, aunque menores que los consignados en el informe anterior. Esto, en especial porque la actual senda central de pronóstico es un poco mayor, principalmente debido a que, como se explicó en la sección anterior, se incorporaron algunos impactos provenientes del aumento del salario mínimo del 6% y del posible fenómeno de El Niño, eventos que en el informe de septiembre de 2018 no se tuvieron en cuenta en el escenario central.

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 riesgos sobre la inflación total considerados en este *Informe* se relacionan principalmente con la incertidumbre que hay alrededor del comportamiento futuro del tipo de cambio. Existen importantes riesgos en el contexto externo que podrían ocasionar tanto depreciación como apreciación, llevando a una senda del peso colombiano frente al dólar distinta a la contemplada en el escenario central de pronóstico. Esto tendría el consiguiente impacto sobre la inflación al consumidor vía el traspaso de las variaciones del tipo de cambio a los precios, por medio de diversos canales (*pass through*). La magnitud de esta transmisión variará en cada situación, dependiendo del origen, circunstancias e intensidad del choque. Estos, y los demás riesgos considerados en la construcción del *fan chart* se presentan a continuación.

La demanda externa de Colombia enfrenta riesgos a la baja.

Los principales riesgos al alza son:

Un tipo de cambio más depreciado que el incorporado en el escenario central de pronóstico

Se destacan dos posibles eventos que generarían un tipo de cambio más depreciado: 1) una menor demanda externa, y 2) un precio internacional del petróleo más bajo.

1) La senda central de pronóstico de este *Informe* contempla una ligera desaceleración en el crecimiento de la demanda externa para 2019 y 2020, respondiendo al menor dinamismo esperado de algunas economías de la región, los Estados Unidos, Europa y China. Sin embargo, se podrían observar menores crecimientos que los considerados, ya que en el momento de escritura de este *Informe* hay particular incertidumbre sobre algunos de los motores del crecimiento mundial. En especial, existe la posibilidad de que los efectos positivos de los estímulos económicos en temas de impuestos e inversión en los Estados Unidos se disipen más rápido de lo esperado. También, pesan riesgos sobre los niveles de endeudamiento de los hogares y de algunas empresas en este país, ya que están aumentando de forma importante y pueden tener repercusiones relevantes sobre el crecimiento. Por otro lado, se podría registrar un menor desempeño de las economías de China (debido a los riesgos de estabilidad financiera) y de Europa frente a lo proyectado en la senda central, como ya ha ido sucediendo en los últimos trimestres. Finalmente, a esto se suma la incertidumbre que existe sobre las tensiones comerciales, en especial entre los Estados Unidos y China, y a raíz del *brexit*.

La materialización de este escenario tendría consecuencias en ambas direcciones sobre la inflación, pero se esperaría que domine el efecto alcista, debido a que las presiones vía *pass through* (generadas por la depreciación que se obtendría ante la reducción de la entrada de divisas) no alcanzarían a ser compensadas totalmente por la debilidad de la demanda.

2) En este *Informe* se incorpora una trayectoria estable del precio internacional del petróleo para todo el horizonte de proyección, en promedio alrededor de los USD63 por barril de la referencia Brent, nivel inferior al que se registró en 2018 (USD71,6 precio promedio). Este descenso, que llegó a finales de 2018 a USD50 y se recuperó parcialmente durante 2019, para establecerse cerca de los USD60 en el momento de escritura de este *Informe*, no tiene fuertes impactos sobre la proyección central de inflación, ya que los altos niveles del año pasado eran considerados como transitorios.

El precio esperado del crudo en la senda central se basa en una oferta global fuerte, tanto en producción como en inventarios, que en parte está siendo moderada por la disciplina en el cumplimiento de los acuerdos de las cuotas exportadoras de los países de la OPEP. Junto con ello, se espera que la demanda por crudo siga mostrando alguna debilidad debido a las menores proyecciones de crecimiento mundial, como ya se mencionó.

Un contexto externo más débil para Colombia podría generar presiones alcistas sobre la inflación, vía la depreciación del tipo de cambio.

Sobre el precio internacional del petróleo siguen primando riesgos a la baja.

Sin embargo, este escenario conlleva riesgos intrínsecos. Es posible que el crecimiento de grandes consumidores de petróleo como China, Europa y los Estados Unidos sea menor que lo proyectado debido a las situaciones exhibidas en párrafos previos. Junto a este suceso, no se puede descartar un alza en la oferta mundial, de la mano de mayor producción de países no socios de la OPEP, como los Estados Unidos y Rusia, e incluso de países socios, fisurando el acuerdo vigente.

Todo lo anterior puede llevar en los próximos trimestres a un precio del petróleo menor que el contemplado en el presente *Informe*. En este escenario se tendrían dos caminos por los cuales se afectaría la inflación al consumidor: por un lado, se generaría depreciación y se esperaría un efecto alcista sobre los precios al consumidor vía el mecanismo de *pass through*; por el otro, habría una compensación proveniente de la reducción de varios costos, en especial los de algunas materias primas y del transporte. No obstante, observando eventos similares ocurridos en el pasado, se espera que prime el efecto alcista.

Precios de los bienes regulados por encima de lo proyectado en la senda central de pronóstico.

La proyección central de este *Informe* contempla una senda decreciente para la variación anual de los regulados, en parte, porque no se esperan impactos relevantes asociados con el probable fenómeno de El Niño. Esto ya que la intensidad del fenómeno sería débil, y no debería afectar los precios de la energía, tal como sucedió en el pasado ante eventos climáticos de características similares.

Sin embargo, la senda central de pronóstico enfrenta riesgos al alza, por una parte, asociados con posibles mayores impactos de El Niño, y por la otra, relacionados con el anunciado desmonte (al parecer parcial) de los subsidios en los servicios públicos de energía y gas para los estratos 1, 2 y 3. A esto hay que agregarle los inconvenientes de la entrada en operación de Hidroituango, que representarían una importante oferta de energía de bajo costo, y la frágil situación financiera de algunas empresas del sector, que impide que puedan acceder a contratos de energía de largo plazo con precios más económicos.

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 efecto 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:

Un tipo de cambio más apreciado que el incorporado en el escenario central de pronóstico

El fenómeno de El Niño y posibles cambios regulatorios pueden generar incrementos en el precio de la energía en 2019, superiores a los contemplados.

En el momento de escritura de este *Informe*, los costos de financiamiento externo para Colombia estaban atravesando un escenario complejo en, donde, por un lado, la tasa de interés libre de riesgo crecería a un menor ritmo que el esperado en los últimos meses, debido a los últimos anuncios de la Fed (institución que, se espera, modere el ajuste contractivo de su tasa de política y de su hoja de balance). También, por la posición del Banco Central Europeo de frenar, por lo menos hasta mitad de 2019, los incrementos de su tasa de interés. Por otro lado, la prima de riesgo país subió a finales de 2018 y se proyecta que continúe con un leve ascenso, llegando cerca de su promedio histórico para finales de 2019. A pesar de que estos eventos tienen efectos opuestos sobre los costos de financiamiento del país, la senda central de proyección de este *Informe* espera que domine el exceso de liquidez global proveniente de unas tasas de interés externas menores que las esperadas antes.

No se pueden descartar aumentos superiores a los previstos en la prima de riesgo soberano del país.

No obstante, existe la posibilidad de un aumento de la prima de riesgo más rápido y/o superior al esperado, toda vez que pesan riesgos a la baja sobre los términos de intercambio, la demanda externa y el balance fiscal y externo del país, lo que, en caso de materializarse, generaría una reducción de la entrada de divisas. Sin embargo, el principal escenario asociado a este riesgo incorpora que dicha reducción sea compensada con creces por una amplia entrada de capitales a las economías emergentes, en particular a la colombiana, debido al exceso de liquidez global, ocasionando en el agregado una apreciación del peso distinta de lo consignado en el escenario central de pronóstico. Esto tendría un impacto a la baja sobre la inflación al consumidor debido al descenso esperado de los precios de algunos bienes y costos importados.

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

Debido a la Ley de Financiamiento aprobada a finales de 2018, se proyectan efectos positivos sobre la inversión en el país, de tal manera que la senda central de pronóstico maneja una aceleración de esta variable para 2019 y 2020. No obstante, cabe la posibilidad de que se estén sobreestimando las consecuencias de esta ley, en especial para 2019, ya que la respuesta de la inversión puede demorarse más de lo esperado.

Teniendo en cuenta los encadenamientos que genera la inversión, un comportamiento menos dinámico de esta variable llevaría a un escenario con una demanda interna más débil que la contemplada en la senda central de pronóstico de este *Informe*. Esto tendería a generar presiones a la baja sobre la inflación.

Finalmente, es importante mencionar que tanto la senda central de pronóstico como el presente ejercicio de riesgos se construyeron siguiendo el IPC con base diciembre de 2008, por lo que no incorporan los cambios asociados con la nueva metodología de cálculo de este índice (base diciembre de 2018). Por tanto, estos ejercicios están sujetos a una incertidumbre adicional a la proveniente del entorno económico.

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 a 59,9%, y esta se ubicó en 48,9% 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 interés de política del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

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 marzo de 2018	51,7
Informe de junio de 2018	52,8
Informe de septiembre de 2018	54,2
Informe de diciembre de 2018	59,9

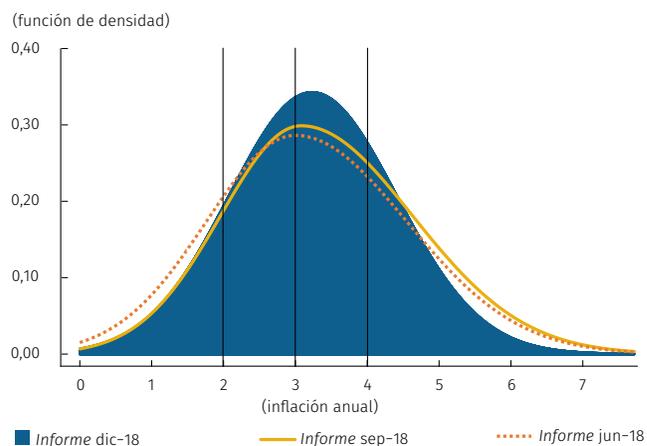
Fuente: cálculos del Banco de la República.

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

Rango	2019	2020
<2,0	14,1	18,2
2,0 - 2,5	11,9	10,4
2,5 - 3,0	15,6	12,5
3,0 - 3,5	17,0	13,3
3,5 - 4,0	15,4	12,7
>4,0	26,0	33,0
Entre 2 y 4	59,9	48,9

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 1 de febrero de 2019.

1. Proyecciones para 2019

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 3,2%, cifra ligeramente inferior a la estimada en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior (3,3%). De manera similar, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 3,1%, siendo menor a lo estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior (3,4%).

En cuanto a los precios, los analistas locales estiman una inflación del 3,5% al finalizar el año, un valor superior al registrado en el informe anterior. Ade-

Cuadro A1
Proyecciones para 2019

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores ^{a/}	3,2	3,8	3.300	5,1	2,7	9,0
ANIF ^{a/}	3,3	3,5	n.d.	5,2	2,4	10,6
Banco de Bogotá ^{a/}	3,0	3,4	3.100	5,0	2,9	10,0
Bancolombia ^{a/}	3,2	3,4	3.130	4,9	2,4	9,4
BBVA Colombia ^{a/}	3,0	3,2	3.150	4,7	2,4	9,7
BTG Pactual ^{a/}	3,4	3,3	3.074	5,0	2,8	9,8
Corficolombiana	3,2	3,8	2.980	5,0	1,8	n.d.
Corredores Davivienda ^{a/b/}	3,2	3,6	3.100	4,5	2,6	9,8
Credicorp Capital ^{c/}	3,3	3,6	3.000	5,1	2,1	10,0
Davivienda ^{a/}	3,2	3,6	3.100	4,5	2,6	9,8
Fedesarrollo ^{a/}	3,3	3,6	n.d.	n.d.	2,4	n.d.
Itá ^{a/d/}	3,3	3,4	3.180	4,9	2,7	10,3
Ultraserfinco ^{a/e/}	3,3	3,6	2.970	5,3	2,9	9,5
Promedio	3,2	3,5	3.099	4,9	2,5	9,8
Analistas externos						
Citigroup Global Markets	3,1	3,7	3.025	n.d.	2,1	n.d.
Deutsche Bank	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Goldman Sachs	3,2	3,3	3.000	n.d.	2,4	n.d.
JP Morgan	3,1	3,7	3.200	n.d.	2,6	n.d.
Promedio	3,1	3,6	3.075	n.d.	2,4	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 (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	2,0	3,5	3.300
ANIF	3,5	3,6	n.d.
Banco de Bogotá	3,5	3,0	3.125
Bancolombia	3,4	3,2	3.260
BBVA Colombia	3,3	3,2	3.020
BTG Pactual	3,5	3,0	3.000
Corficolombiana	3,5	3,5	3.010
Corredores Davivienda ^{a/}	n.d.	n.d.	n.d.
Credicorp Capital ^{b/}	3,2	3,3	2.900
Davivienda	n.d.	n.d.	n.d.
Fedesarrollo	3,5	3,0	n.d.
Itaú ^{c/}	3,6	3,0	3.180
Ultraserfinco ^{d/}	3,5	3,1	2.950
Promedio	3,3	3,2	3.083
Analistas externos			
Citigroup Global Markets	3,5	3,3	2.950
Deutsche Bank	n.d.	n.d.	n.d.
Goldman Sachs	n.d.	n.d.	2.800
JP Morgan	3,1	3,4	n.d.
Promedio	3,3	3,4	2.875

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).

más, los extranjeros prevén una cifra al terminar el año del 3,6%. Ambas proyecciones se encuentran dentro del rango entre 2,0% y 4,0% alrededor de la meta de inflación fijada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2019, pero por encima de la meta de inflación de largo plazo (3,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de COP 3.099 frente a los COP 3.007 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP 3.075 para el cierre de año.

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

2. Proyecciones para 2020

Para 2020, tanto los analistas nacionales como extranjeros esperan un crecimiento económico de 3,3%. Con respecto a la inflación, los analistas locales la proyectan en 3,2%, y los extranjeros en 3,4%. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP 3.083 y las externas de COP 2.875.