
INFORME SOBRE **INFLACIÓN**

ISSN - 1657 - 7973



09/
2018



Septiembre de 2018

INFORME SOBRE **INFLACIÓN**

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 26 de octubre de 2018.

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





INFORME
SOBRE
INFLACIÓN



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



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

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 y Nicolás Moreno, del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Sergio Malagón Prada, Miguel Andrés Lizarazo Carrera y Andrea Salazar Díaz, estudiantes en práctica.

Contenido

Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria /9

1. Contexto externo y balanza de pagos /13

1.1 Contexto externo /13

1.2 Balanza de pagos /22

2. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo /30

2.1 Comportamiento del PIB durante el segundo trimestre de 2018 /30

2.2 El PIB del tercer trimestre de 2018 /37

3. Desarrollos recientes de la inflación /42

3.1 Comportamiento general /42

3.2 Comportamiento por componentes /45

Recuadro 1: El sesgo de medición en el IPC: una actualización /48

4. Pronósticos de mediano plazo /52

4.1 Crecimiento económico para lo que resta de 2018 y 2019 /52

4.2 Inflación /57

4.3 Balance de riesgos /62

5. Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo /67

Recuadro 2: Nuevas estimaciones de la tasa de interés neutral en Colombia /74

Anexo /78

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) /15

Gráfico 1.3 Índice de términos de intercambio /15

Gráfico 1.5 Índices de volatilidad financiera /16

Gráfico 1.4 Tasa de interés de los bonos soberanos a diez años para algunas economías avanzadas /16

Gráfico 1.6 *Credit default swaps* (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina /17

Gráfico 1.7 Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina /17

Gráfico 1.8 Crecimiento promedio de los socios comerciales, sin Venezuela /18

Gráfico 1.9 Exportaciones totales de bienes (FOB) /24

Gráfico 1.10 Importaciones totales de bienes (FOB) /24

Gráfico 2.1 Producto interno bruto /31

Gráfico 2.2 *Encuesta mensual del comercio al por menor* (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado y corregido por efectos calendario) /38

Gráfico 2.3 *Encuesta mensual del comercio al por menor* (total comercio minorista sin combustibles ni vehículos, automotores desestacionalizado y corregido por efectos calendario) /38

Gráfico 2.4 *Encuesta mensual del comercio al por menor* (comercio minorista de vehículos automotores, desestacionalizado) /38

Gráfico 2.5 Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral /39

Gráfico 2.6 Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de maquinaria y equipo /39

Gráfico 2.7 Producción de petróleo /40

Gráfico 2.8 Producción industrial real total /40

Gráfico 2.9 Producción de café /41

Gráfico 3.1 Índice de precios al consumidor /43

Gráfico 3.2 Indicadores de inflación básica /43

Gráfico 3.3 IPP por procedencia /44

Gráfico 3.4 Salarios nominales /44

Gráfico 3.5 IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados /45

Gráfico 3.6 IPC de no transables, sin alimentos ni regulados /46

Gráfico 3.7 IPC de regulados y sus componentes /46

Gráfico 3.8 IPC de alimentos /47

Gráfico 3.9 IPC de alimentos por grupos /47

Gráfico 4.1 *Fan chart* del crecimiento anual del PIB /56

Gráfico 4.2 *Fan chart* del crecimiento anual del PIB trimestral /56

Gráfico 4.3 Pronósticos de inflación total anual de bancos y comisionistas de bolsa /61

Gráfico 4.4 Inflación total anual observada y expectativas de inflación /61

Gráfico 4.5 Expectativas de inflación total anual derivadas de los TES /61

Gráfico 4.6 *Fan chart* de la inflación total anual /62

Gráfico 4.7 *Fan chart* de la inflación anual sin alimentos ni regulados /62

Gráfico 4.8 Corte transversal del *fan chart* de inflación anual total para diciembre de 2019 /66

Gráfico 5.1 Términos de intercambio /68

Gráfico 5.2 Déficit del gobierno nacional y de cuenta corriente /68

Gráfico 5.3 Saldo y crecimiento anual de la deuda externa /66

Gráfico 5.4 Posición de inversión internacional con y sin IED /70

Gráfico 5.5 Índices de precios de la vivienda /71

Gráfico 5.6 Endeudamiento total como porcentaje del PIB /71

Gráfico 5.7 Índice de desbalance macroeconómico y brechas /72

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 1.3 Balanza de pagosFlujos anuales /28

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

Cuadro 2.2 Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica /33

Cuadro 3.1 Indicadores de inflación al consumidor /44

Cuadro 4.1 Rangos de probabilidad del *fan chart* del crecimiento anual del PIB /57

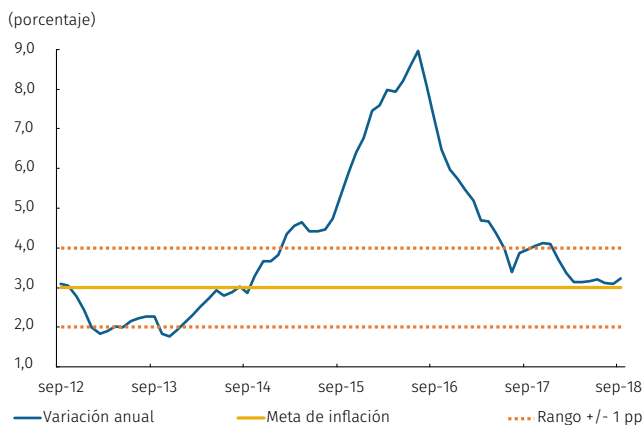
Cuadro 4.2 Probabilidad estimada de que la inflación anual total en diciembre de 2019 esté entre 2,0% y 4,0% /66

Cuadro 4.3 Rangos de probabilidad del *fan chart* de la inflación anual total /66

Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria

En el tercer trimestre de 2018 la inflación se incrementó menos que lo esperado por los analistas y por el equipo técnico del Banco, y se mantuvo cerca de la meta del 3%. Las expectativas de inflación a uno y más años aumentaron levemente y oscilan entre 3,3% y 3,5%. El crecimiento de la economía en el tercer trimestre habría sido similar al registrado en la primera mitad del año (2,6%), con mayor capacidad subutilizada que en 2017.

Gráfico A
Índice de precios al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En septiembre la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) y del promedio de las medidas de inflación básica se ubicó en 3,23% y 3,28%, respectivamente, cifras relativamente similares a las registradas en junio (3,20% y 3,33%) (Gráfico A). Los alimentos y los bienes y servicios regulados fueron los grupos que presionaron al alza la inflación, mientras que los transables y los no transables sin alimentos ni regulados tuvieron un mejor comportamiento que el promedio. Las expectativas de inflación se incrementaron levemente y se mantuvieron algo por encima de la meta. Las de los analistas apuntan hacia una inflación del 3,3% en diciembre de 2018 y 2019. Las que se extraen de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se encuentran alrededor de 3,5%.

El comportamiento de la inflación y de sus expectativas en el tercer trimestre se presentó en un contexto de brecha de producto negativa, con una dinámica de la demanda interna que habría sido algo mayor que la registrada en la primera mitad del año. Los indicadores de ventas al por menor, de matrículas de vehículos, de créditos de consumo y de importaciones de bienes de consumo sugieren que el gasto de los hogares habría seguido recuperándose. Por su parte, las importaciones de maquinaria y equipo en pesos constantes se habrían acelerado levemente.

Con lo anterior, el equipo técnico del Banco estima que el crecimiento económico del tercer trimestre (ajustado estacionalmente y por días hábiles) estaría alrededor de 2,6%. Esta estimación supone que el

crecimiento del consumo público se seguiría moderando. También, que la inversión en obras civiles caerá menos que en el primer semestre, con un comportamiento similar (también negativo) en edificaciones. Las exportaciones netas habrían restado al crecimiento, con una expansión mayor en las importaciones que en las exportaciones. La dinámica de la absorción se habría dado en un entorno de recuperación de los términos de intercambio y con un déficit corriente que se habría ampliado en dólares y como proporción del PIB. Esta última estimación sugiere que el cierre del desbalance externo habría sido más lento que el proyectado.

En materia de crédito, el endeudamiento total en septiembre (cartera en moneda nacional y extranjera, bonos y crédito externo directo) siguió desacelerándose, con una tasa de crecimiento real anual cercana al 2,5% para el crédito total, y del -0,6% para el crédito comercial; la dinámica de la cartera dirigida a los hogares se ha estabilizado alrededor del 6%. Las tasas de interés real de política y de los créditos comerciales, hipotecarios y de consumo (excepto tarjetas) se encuentran en niveles inferiores a los promedios de los últimos diez años.

Para lo que resta del año las nuevas cifras y los pronósticos de actividad económica de los socios comerciales del país sugieren que la demanda externa seguirá aumentando, pero a una tasa algo menor que la esperada un trimestre atrás. El mercado de futuros con horizonte a seis y doce meses indica que el precio del petróleo disminuirá, pero se mantendría en niveles todavía superiores a los registrados un año atrás. Si esto se materializa, los términos de intercambio y la dinámica esperada de los socios comerciales podrían impulsar los ingresos externos del país.

Varios factores podrían ejercer presión sobre la tasa de cambio en los próximos meses. La Fed continuará incrementando sus tasas de interés y la alta volatilidad internacional podría elevar las primas de riesgo en los países emergentes. No se descarta una reversión mayor a la esperada en los precios internacionales del petróleo, y el déficit de nuestra cuenta corriente sigue estando por encima del 3% del PIB.

Con todo lo anterior, el equipo técnico del Banco revisó ligeramente a la baja el crecimiento proyectado para este y el siguiente año. Según las nuevas estimaciones, en 2018 y 2019 el aumento del producto sería del 2,6% (antes 2,7%) y del 3,5% (antes 3,7%), respectivamente. Estos pronósticos suponen que el consumo privado y la inversión continuarán recuperándose, con una dinámica de todas formas menor a la observada en promedio desde 2005. Los cálculos también sugieren que los excesos de capacidad instalada se reducirían en 2019.

Las acciones de política monetaria adelantadas hasta el momento y los excesos de capacidad instalada deberían contribuir a la convergencia de la inflación al 3%. No obstante, existen riesgos que podrían demorar dicho proceso. La devaluación de la tasa de cambio podría

ser mayor a la esperada, con un impacto alto sobre el nivel de precios de los bienes transables; los cambios regulatorios podrían generar incrementos altos en el precio de los servicios públicos y de los bienes regulados en el primer semestre de 2019; finalmente, no se descarta un mayor impacto sobre los precios a causa de las variaciones climáticas.

Con base en la anterior información, en las reuniones de septiembre y octubre la Junta ponderó los siguientes factores en su decisión:

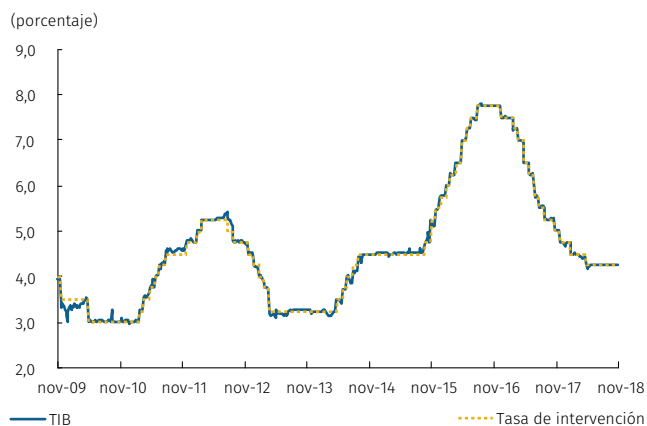
- La debilidad de la actividad económica y la incertidumbre sobre la velocidad de su recuperación.
- La inflación observada y su convergencia esperada a la meta del 3%.
- Los efectos sobre la economía colombiana derivados de las cambiantes condiciones financieras internacionales.

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

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



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 8 de noviembre de 2018.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

01

Contexto externo y balanza de pagos

En este *Informe* se espera que el crecimiento de los socios comerciales del país para 2018 y 2019 siga en niveles similares a los observados en 2017.

Las primas de riesgo de Colombia no han registrado cambios importantes, pero el peso ha enfrentado presiones a la depreciación.

La proyección para 2018 del déficit en la cuenta corriente indicaría, como proporción del PIB, una cifra similar a la observada en 2017; lo que implicaría un incremento del nivel en dólares.

1.1 Contexto externo

En los últimos meses el contexto externo se ha caracterizado por un aumento de las tensiones financieras en los mercados emergentes, con efectos importantes sobre algunos países de la región que se perciben como más vulnerables. Como resultado, se han observado unos menores flujos de capitales hacia estas economías, lo que ha tenido impactos de diversa magnitud sobre sus monedas. El origen de esta situación se relaciona, en parte, con las expectativas de aumento de las tasas de interés en las economías avanzadas, en especial en los Estados Unidos, en donde los resultados positivos de crecimiento de los últimos meses han aumentado la probabilidad de que surjan presiones inflacionarias.

En el caso de Colombia, los anteriores hechos se han reflejado en una depreciación moderada de la tasa de cambio; no obstante, no se ha observado un aumento significativo de las primas de riesgo país. Lo anterior se ha dado junto con unos aumentos en el precio del petróleo, que han contribuido a mejorar los términos de intercambio y el ingreso nacional.

Con respecto a la demanda externa, el escenario central de pronóstico que se presenta a continuación supone una expansión algo menor que la proyectada en el

Se prevé que el proceso de normalización de la política monetaria de las economías avanzadas continúe, con efectos moderados sobre el costo de financiamiento para Colombia.

informe pasado, con un balance de riesgos que se ha inclinado a la baja. La información disponible muestra que el crecimiento económico de los socios comerciales para 2018 y 2019 continuaría en niveles similares a los observados en 2017, lo cual seguiría representando una recuperación frente a lo observado en 2015 y 2016. En cuanto al petróleo, de nuevo se anticipan precios más altos para 2018, que disminuirían hacia 2019 debido a un incremento esperado de la oferta mundial. Además, se prevé que el proceso de normalización de la política monetaria de las economías avanzadas continúe, con efectos moderados sobre el costo de financiamiento externo de Colombia.

1.1.1 Actividad real, inflación y política monetaria

De acuerdo con la más reciente información disponible, la economía de los Estados Unidos continúa en una senda de crecimiento sólida. Al cierre estadístico de este *Informe* se conoció que la expansión de su producto interno bruto (PIB) real en el tercer trimestre fue de 3,5% trimestre anualizado (t. a.). Este dato representa una desaceleración con respecto al crecimiento observado en el segundo trimestre (4,2% t. a.), aunque estuvo por encima de lo esperado por el mercado. Los buenos resultados en materia de crecimiento han estado acompañados de un mercado laboral fuerte y de una mayor confianza e ingreso de los hogares, lo que ha favorecido el consumo. Esto, junto con el estímulo fiscal asociado con la reducción de impuestos y con el aumento del gasto federal, está empujando el producto por encima de su potencial, aumentando la probabilidad de que surjan presiones inflacionarias.

El buen comportamiento de la demanda interna en los Estados Unidos ha contrarrestado el mal desempeño reciente del sector externo, el cual contribuyó negativamente al crecimiento en el tercer trimestre¹. Lo anterior se asocia con la adopción de nuevas restricciones al comercio por parte de los Estados Unidos y sus socios comerciales.

En la zona del euro el crecimiento del PIB en la primera mitad del año fue ligeramente menor al observado para 2017. En particular, la expansión del segundo trimestre fue de 0,4% con respecto al período anterior y de 2,2% frente al mismo trimestre del año anterior. Esto representa una ligera desaceleración², que se explicaría por el debilitamiento del consumo y por una dinámica más débil del sector externo; esto último, en parte, también afectado por una mayor incertidumbre sobre las relaciones comerciales con los Estados Unidos. Los datos disponibles para el tercer trimestre señalan que la actividad económica seguiría siendo débil.

La economía de los Estados Unidos continúa en una senda de crecimiento sólida.

1 De acuerdo con los datos publicados por el Bureau of Economic Analysis (BEA), las exportaciones netas para el tercer trimestre tuvieron una contribución negativa al crecimiento de -1,78%, luego de haber aportado un 1,22% en el segundo trimestre de 2018.

2 El crecimiento de la zona del euro en el primer trimestre fue de 2,4% con respecto al mismo período en 2017.

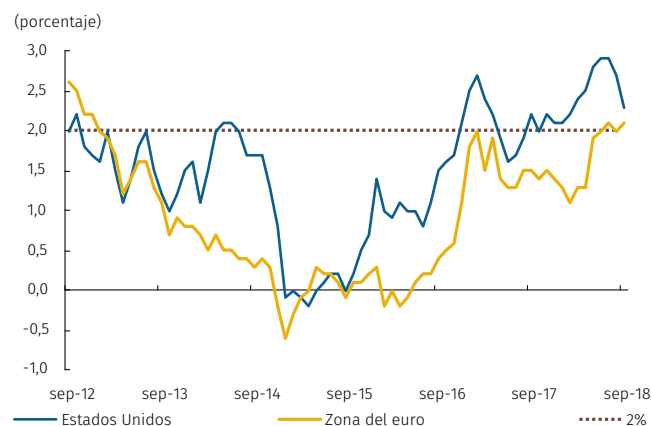
Hasta septiembre, el relativamente alto dinamismo económico en los países más desarrollados no se había traducido aún en presiones inflacionarias claras. Es el caso de los Estados Unidos, donde la inflación total disminuyó a lo largo del trimestre, a pesar del incremento en los precios de los combustibles y de los costos salariales. En particular, en septiembre la variación anual de los precios fue de 2,3%, inferior al 2,9% registrado en junio de 2018. Por su parte, en la zona del euro la inflación anual aumentó ligeramente de 2,0% en junio a 2,1% en septiembre (Gráfico 1.1). Los valores para la inflación núcleo en estas economías en septiembre no registran grandes cambios con respecto al trimestre anterior, siendo de 2,2% y 0,9%, respectivamente. No obstante, se espera que, de continuar la tendencia de crecimiento económico actual en las economías avanzadas, y de persistir los altos precios de los *commodities* (bienes básicos), en los próximos meses se observen presiones más evidentes sobre la inflación.

1.1.2 Precios de los productos básicos

Con respecto a los precios de los productos básicos exportados por Colombia, se destaca la persistencia, en niveles relativamente altos, del precio del petróleo, que en lo corrido del año hasta el tercer trimestre ha registrado un nivel promedio para la referencia Brent de USD72,69 por barril (Gráfico 1.2). Dicho nivel es superior al observado en el promedio de 2017 (USD54,79 por barril) y al esperado en el *Informe sobre Inflación* anterior. El incremento de meses recientes ha estado ligado, principalmente, a reducciones de la oferta mundial debido a la caída de la producción de Venezuela y a la reducción de las exportaciones de Irán por cuenta de las sanciones impuestas por parte de los Estados Unidos, las cuales han afectado la producción de este país, a pesar de que entrarían en vigencia en noviembre de 2018.

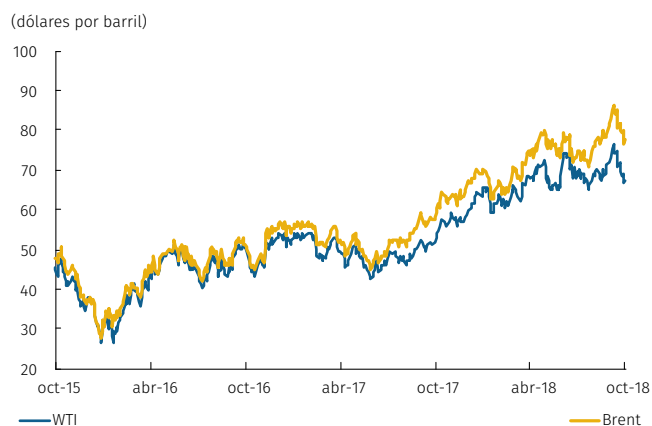
Como resultado, los términos de intercambio de Colombia siguen mostrando una mejora con respecto a lo observado el año anterior, aunque se mantienen por debajo de los niveles previos a 2014 (Gráfico 1.3). Por otro lado, los precios de los bienes importados han mostrado un leve incremento, a tono con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

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.2
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Bloomberg.

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

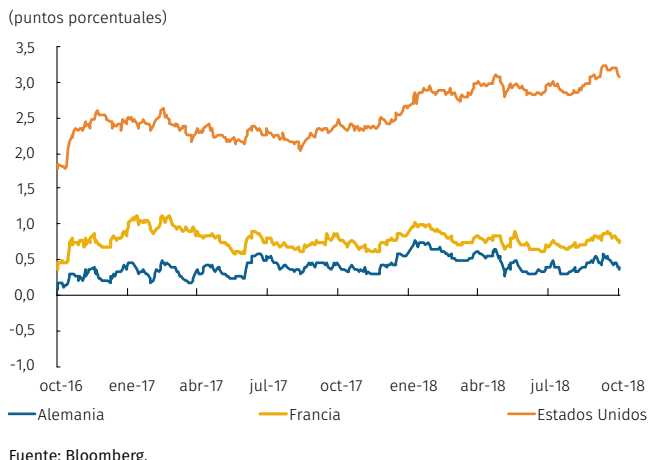


Fuente: Banco de la República.

1.1.3 Mercados financieros

En los últimos trimestres los bancos centrales de las principales economías avanzadas han continuado con los planes de normalización de sus respectivas políticas monetarias, de acuerdo con lo esperado. Este es el caso de los Estados Unidos, donde la Reserva Federal (Fed) efectuó tres aumentos en la tasa de interés de 25 puntos básicos (pb) cada una en las reuniones de marzo, junio y septiembre. Dichos incrementos se transmitieron de forma anticipada a los bonos de largo plazo del tesoro estadounidense, en particular a los títulos con vencimiento a diez años, cuyos rendimientos han venido aumentando de manera importante en lo corrido del año, situándose en niveles por encima del 3% (Gráfico 1.4).

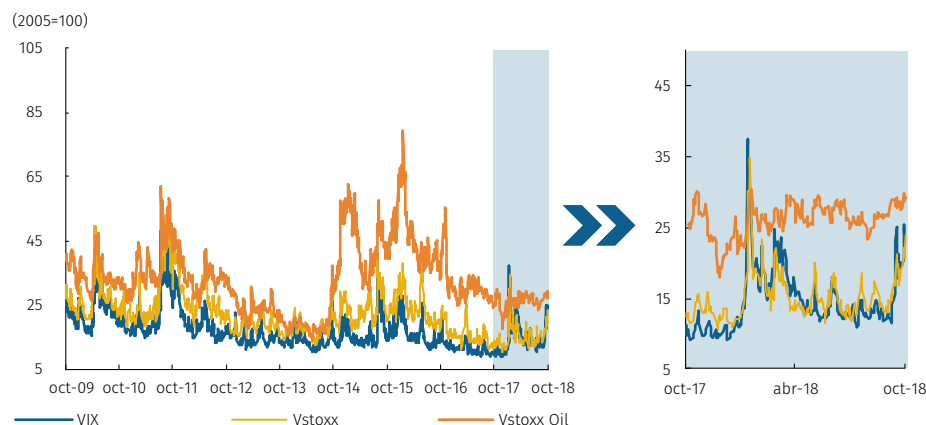
Gráfico 1.4
Tasa de interés de los bonos soberanos a diez años para algunas economías avanzadas



El comportamiento de los bonos ha estado relacionado con unas expectativas de alzas más rápidas de la tasa de política de la Fed y con una mayor aversión al riesgo, que ha incrementado la demanda por activos considerados más seguros. Esta tendencia estaría siendo reforzada por la intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China, por una mayor incertidumbre política en Europa debido a la situación fiscal en Italia y por una perspectiva de crecimiento global más débil. Lo anterior ha significado una corrección en los precios de algunos activos y un incremento del estrés en los mercados financieros internacionales, reflejado en un aumento importante de la volatilidad en las últimas semanas (Gráfico 1.5).

Por su parte, en los últimos meses se produjo un aumento súbito de la percepción del riesgo soberano hacia varias economías emergentes, con efectos importantes sobre algunos países de la región que se consideran como más vulnerables, en medio de unas condiciones financieras más ajustadas. Como resultado, se han observado menores

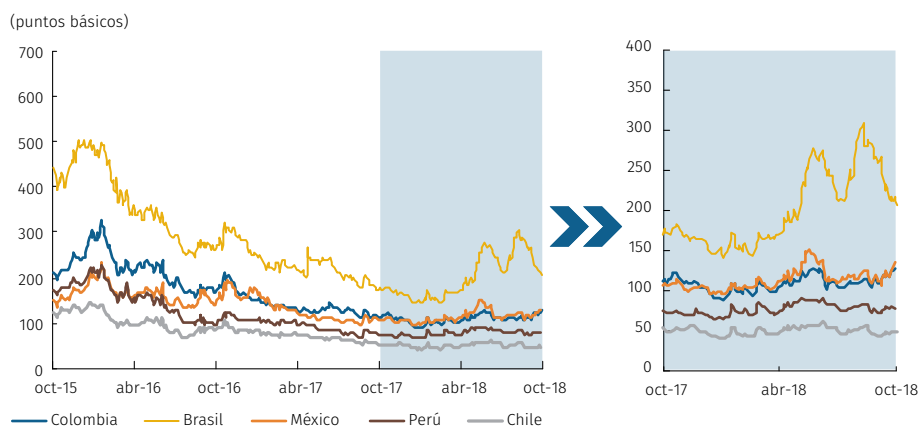
Gráfico 1.5
Índices de volatilidad financiera



flujos de capitales hacia estas economías, lo que ha tenido impactos de diversa magnitud sobre sus monedas.

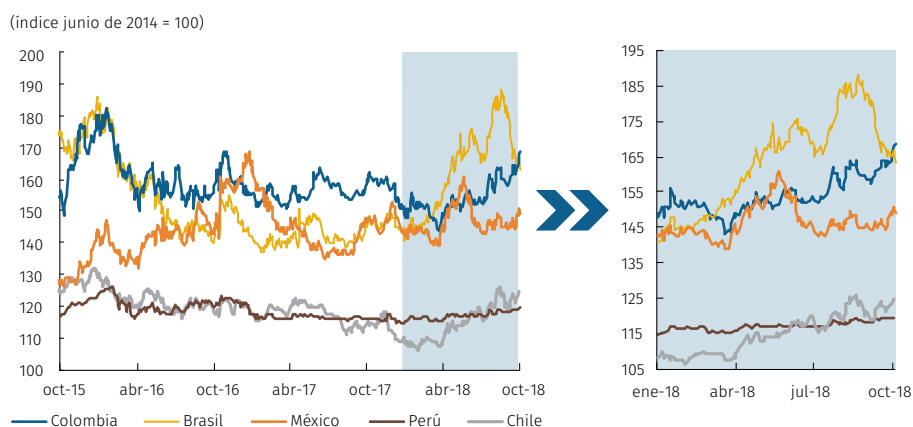
En las economías más vulnerables de América Latina, como Argentina y Brasil, el efecto de lo anterior fue también un incremento de las primas de riesgo país y una depreciación de sus monedas. Para los demás países las primas de riesgo no aumentaron significativamente y las monedas presentaron una depreciación moderada. En las últimas semanas, sin embargo, se observó una recuperación importante de la moneda en Brasil, mientras que en el caso de Argentina el peso ha mostrado un comportamiento relativamente estable, esto gracias a los esfuerzos hechos por el gobierno que han logrado contener su depreciación (Gráfico 1.6 y Gráfico 1.7).

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



Fuente: Bloomberg.

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

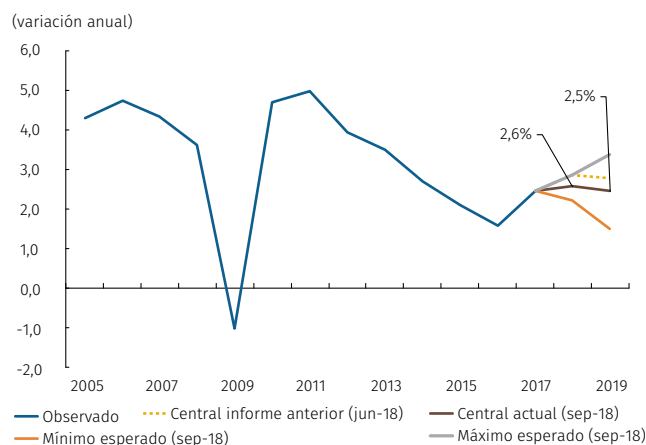


Fuente: Bloomberg.

1.1.4 Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Considerando la información disponible, el pronóstico de crecimiento económico de los socios comerciales de Colombia para 2018 y 2019 se revisó a la baja frente a lo presentado en el informe de junio.

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



Fuente: cálculos y proyecciones del Banco de la República.

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, acorde con unas políticas monetarias que tenderán a ser menos expansivas.

En las emergentes se espera una moderación en el crecimiento del producto, resultado de las crecientes tensiones comerciales que involucran a China y del incremento en la percepción de riesgo en algunas economías. Sin embargo, las perspectivas varían entre países, debido a que los niveles más altos de los precios de los bienes básicos, en particular del petróleo, beneficiarán a aquellos países que los exportan.

Así, para los socios comerciales del país (sin Venezuela) se proyecta una expansión económica (ponderada por el comercio no tradicional) de 2,6% anual para 2018 y de 2,5% para 2019³ (Gráfico 1.8). Estas cifras son similares a las observadas para 2017 (2,5%) y significativamente superiores a las observadas para 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 los Estados Unidos se revisó al alza el pronóstico de crecimiento económico para 2018 y 2019, debido a que los datos han estado por encima de lo esperado y a que los indicadores sugieren que la actividad económica continúa en una senda de crecimiento sólida, impulsada por un mayor gasto del gobierno. No obstante, se sigue previendo una menor expansión para 2019, en tanto se disipen los efectos de la reducción de impuestos, y la inflación y la tasa de política de la Fed sigan aumentando.
- Para la zona del euro se revisó a la baja el pronóstico de crecimiento económico para 2018 y 2019, dado que los datos observados han sido más débiles de lo esperado. A lo anterior se suma la situación poco favorable en Italia debido a la incertidumbre política en torno a la meta del déficit fiscal para los siguientes años. Así, se espera que para lo que resta del año la economía de la zona del euro mantenga un ritmo de crecimiento similar al observado en la primera mitad del año, soportado en una demanda interna que seguiría creciendo a una buena tasa en medio de unas condiciones crediticias aún favorables. Esto, dada la aún muy holgada postura de política monetaria por parte del Banco Central Europeo (BCE).

³ Este pronóstico representa una revisión a la baja con respecto a lo presentado en el informe de junio, en el cual se proyectaba un crecimiento de los socios comerciales (sin Venezuela) de 2,9% para 2018 y 2,8% para 2019.

Cuadro 1.1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

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

a/ El dato del crecimiento del PIB de los Estados Unidos del tercer trimestre fue publicado el día 18 de octubre. Este dato hizo parte del conjunto de información utilizado por la Junta Directiva del Banco de la República para su decisión del día 26 de octubre. 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 tercer trimestre fue publicado el día 26 de octubre. Este dato hizo parte del conjunto de información utilizado por la Junta Directiva del Banco de la República para su decisión del día 26 de octubre. Sin embargo, los pronósticos aquí presentados no incorporaron esta nueva información.

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

- En América Latina se revisó al alza el crecimiento económico de Chile y Perú para 2018 y 2019, debido, en parte, a los buenos datos observados para la primera mitad del año. Adicionalmente, en el primer caso, una demanda interna favorecida por una política monetaria expansionista y una mejora en las condiciones del mercado laboral impulsarían la economía. En el caso de Perú se espera que el impulso económico se mantenga, soportado en una boyante demanda interna y en los mayores niveles de los precios de los *commodities*, aunque se prevé una ligera desaceleración en 2019 con respecto a 2018.
- En este Informe se redujo el pronóstico de crecimiento para Brasil, Ecuador y Venezuela. En el primer caso, esto obedeció a que la información disponible sugiere que la actividad económica en dicho país sigue débil, con un deterioro de la confianza y un incremento de la inflación que ha pesado en el consumo, en medio de unas condiciones financieras internacionales menos favorables. En el caso de Ecuador, porque la producción de petróleo se ha reducido, a pesar de los mayores precios. A lo anterior se suman sus medidas de austeridad que buscan reducir los altos niveles de deuda del gobierno. Por último, en Venezuela la revisión del pronóstico a la baja refleja la caída drástica de la actividad económica, incluida la disminución en la producción de petróleo, a pesar de la mejora en sus precios.

El escenario central de pronóstico aquí descrito contempla una inflación de las economías avanzadas que mostraría algún incremento hacia 2019. Cabe señalar que para dicho año la buena dinámica de crecimiento observada y esperada en los Estados Unidos y en otras economías avanzadas por encima de su potencial ha aumentado la probabilidad de que surjan presiones inflacionarias. A lo anterior se sumaría la persistencia de los altos precios de los *commodities*, en especial del petróleo.

En este entorno se espera un incremento adicional de la tasa de interés de política de la Fed en lo que resta de 2018, el cual se sumaría a los tres aumentos previos de las reuniones de marzo, junio y septiembre. Así, a finales de 2018 esta tasa se ubicaría en un rango entre 2,25% y 2,50%. A lo anterior se sumaría el programa de reducción en la hoja de balance, que se continuaría cumpliendo de acuerdo con lo anunciado. Para 2019 se esperan tres incrementos adicionales en la tasa de política de la Fed, ubicándose a finales de ese año en un rango entre 3,0% y 3,25%. Así las cosas, los incrementos de tasa de la Fed se estarían adelantando un poco frente a lo esperado en el informe de junio. En el caso del BCE, no se anticipan incrementos en la tasa de política en lo que resta de 2018, y se espera que la reducción de su programa de compra de activos siga dándose acorde con sus comunicados.

El escenario central de pronóstico 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, en este escenario se supone que la prima de riesgo de Colombia aumente gradualmente y hacia finales de 2019 llegue a niveles cercanos a su promedio histórico (medida con los *credit default swaps*).

En el escenario central no se consideran efectos negativos sobre el crecimiento económico provenientes de la imposición de nuevas restricciones al comercio internacional implementadas por los Estados Unidos y sus socios comerciales, en especial China.

En cuanto a las materias primas, en este *Informe* aumentó el pronóstico del petróleo para 2018 (Cuadro 1.2). Esto, en vista de la persistencia del precio en los últimos meses en niveles por encima de los USD 75. Así, se espera un precio promedio de USD 74,5 por barril (referencia Brent) para 2018 y uno de USD 73 para 2019. Esto implica, como en el informe de junio, una disminución de los precios observados para lo que resta de 2018 y todo 2019. Los factores que contribuirían a este descenso son: 1) un incremento de la oferta como respuesta a los altos precios, sobre todo en los Estados Unidos; 2) la erosión gradual de los acuerdos de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), y 3) una demanda global por crudo que se desacelera.

Para 2018 el escenario central contempla un incremento adicional de la tasa de política de la Fed. Para 2019 se esperan tres incrementos adicionales.

En este Informe se espera un precio promedio de USD 74,5 por barril (referencia Brent) para 2018 y uno de USD 73 para 2019.

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

| | 2017 | Proyecciones para 2018 | | | Proyecciones para 2019 | | |
|--|-------|------------------------|---------|-----------------|------------------------|---------|-----------------|
| | | Escenario | | | Escenario | | |
| | | Mínimo esperado | Central | Máximo esperado | Mínimo esperado | Central | Máximo esperado |
| Petróleo Brent (dólares por barril) | 54,79 | 72 | 74,5 | 76 | 65 | 73 | 81 |
| Carbón (dólares por tonelada) | 70,32 | 82 | 84 | 87 | 61 | 76 | 86 |
| Café colombiano (<i>ex dock</i>) (dólares por libra) | 1,52 | 1,33 | 1,36 | 1,39 | 1,2 | 1,4 | 1,6 |
| Oro ^{a/} (dólares por onza troy) | 1.258 | 1.320 | 1.280 | 1.240 | 1.500 | 1.280 | 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 de contexto externo presentado principalmente enfrenta riesgos a la baja, dentro de los cuales conviene señalar los siguientes:

- *Un mayor encarecimiento del financiamiento externo:* incrementos mayores y/o más rápidos en la tasa de referencia de la Fed podrían aumentar el costo de financiamiento para las economías emergentes y, en particular, para Colombia, más allá de lo contemplado en el escenario central.
- *Un mayor contagio del estrés financiero que enfrentan varias economías emergentes sobre Colombia:* esto se vería reflejado en unas primas de riesgo para el país mayores a las contempladas en el escenario central.
- *Un impacto negativo sobre el crecimiento mundial por la adopción de nuevas medidas proteccionistas por parte de los Estados Unidos y sus socios comerciales:* la ampliación de estas medidas podría tener un efecto negativo importante sobre el comercio internacional, sobre las cadenas de suministro y sobre el crecimiento económico global⁴.
- *Un enfriamiento más rápido de la economía china:* los altos niveles de apalancamiento de esta economía suponen un riesgo sobre el crecimiento de ese país. A esto se sumaría una posible caída del sector inmobiliario y las tensiones comerciales con los Estados Unidos. Para Colombia, el principal efecto de un menor crecimiento de China se podría dar vía el impacto sobre los precios de las materias primas, en especial el petróleo.

4 De acuerdo con las estimaciones del modelo monetario y fiscal integrado mundial (GIMF, por su sigla en inglés) del Fondo Monetario Internacional (FMI), el impacto en el crecimiento mundial para 2019 y 2020 de las nuevas restricciones anunciadas al comercio y sus posibles retaliaciones sería respectivamente de -0,20% y -0,23%, soportando la mayoría de los costos China (2019: -1,2% y 2020: -0,9%) y Estados Unidos (2019: -0,2% y 2020: -0,27%). La adopción de medidas adicionales sobre el mercado automotor con retaliaciones tendría un impacto sobre el crecimiento mundial para 2019 y 2020 de -0,25% y -0,35%, en los Estados Unidos de -0,61% y -0,69%, y en China de -1% y -0,9%, respectivamente.

Entre enero y junio de 2018 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 5.991 millones (3,6% del PIB), similar en dólares al de un año atrás.

- *Unos riesgos políticos más acentuados y persistentes:* recientemente han aumentado los riesgos en Europa por cuenta del *brexit* y del conflicto en torno a la meta del déficit fiscal del gobierno italiano, entre otros.

En el lado optimista, un contexto favorable para Colombia podría ser el de un precio del petróleo mayor que el esperado en el escenario central. Esta situación podría darse en caso de que persistan los factores que han impulsado el precio al alza en los últimos meses, como lo son una menor producción por parte de Venezuela e Irán y la reticencia de algunos países productores por fuera de la OPEP (como Rusia) de incrementar la oferta para mantener los precios en niveles altos.

1.2 Balanza de pagos

1.2.1 Resultados para el primer semestre de 2018

Entre enero y junio de 2018 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 5.991 millones (m), similar en dólares al de un año atrás, cuando se ubicó en USD 6.004 m. Sin embargo, como proporción del PIB, este fue de 3,6%, lo que significó una reducción de 0,4 puntos porcentuales (pp) frente al 4,0% observado en el primer semestre de 2017.

En comparación con lo ocurrido en el primer semestre de 2017, el balance deficitario de la cuenta corriente de 2018 disminuyó en tan solo USD 13 m. Se destaca el menor déficit comercial de bienes y servicios, que cayó en USD 1.195 m, y las mayores transferencias corrientes, que aumentaron USD 386 m. Esto permitió compensar el incremento por USD 1.568 m de los egresos netos por renta factorial.

Los resultados de la cuenta corriente para el primer semestre de 2018 muestran que el déficit externo se explicó por un crecimiento del 14,3% de los ingresos, superior al incremento de 11,8% de los egresos. Cabe anotar que los mayores ingresos se originaron en gran medida por la mejora de los términos de intercambio del país, debido al incremento de los precios de exportación.

La disminución del déficit comercial de bienes ocurrió gracias al crecimiento de las exportaciones por USD 2.981 m (16%), que compensó ampliamente el de las importaciones (USD 1.862 m, 8,5%). El aumento de las ventas externas ocurrió en un entorno de mayores precios de los principales bienes básicos, en especial de petróleo y carbón. Además, las ventas de productos industriales registraron niveles mayores a los de un año atrás (+16,3%) 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.

En cuanto al déficit de la cuenta de servicios, en el primer semestre del año disminuyó en USD 76 m frente al mismo período de 2017. Por el lado

La mejora en los términos de intercambio del país ha contribuido a la reducción en el déficit comercial y a la corrección del balance externo en la cuenta corriente como proporción del PIB.

de las exportaciones, sobresalen los mayores ingresos recibidos por concepto de viajes, así como por la venta de otros servicios. En las importaciones se destacan los mayores egresos asociados con la importación de servicios de transporte, gastos de viajes y servicios financieros y seguros.

Por su parte, durante 2018 a junio se observó un incremento por USD 1.568 m de los egresos netos por renta factorial, que se atribuye, por un lado, a las mayores utilidades de las firmas con inversión extranjera en el país del sector petrolero y minero y, por el otro, a los mayores pagos de intereses asociados con préstamos y títulos de deuda externa.

Con relación a las transferencias corrientes netas, estas aumentaron anualmente en 12,7%, gracias, sobre todo, al crecimiento de las remesas de trabajadores. En esta última partida los aumentos más importantes se observaron en las remesas enviadas desde los Estados Unidos, España y algunos países latinoamericanos.

En cuanto al financiamiento externo, durante el primer semestre de 2018 se observaron entradas netas de capital por USD 5.550 m, similares a las de un año atrás, cuando se ubicaron en USD 5.480 m. Durante este período, la inversión directa neta fue de USD 4.278 m, incrementándose 40% debido tanto a las mayores entradas de inversión extranjera directa (IED) como a la menor salida al exterior de inversión colombiana. La distribución por actividad económica de la IED recibida en este período fue la siguiente: minería y petróleo (42,5%), servicios financieros y empresariales (15,8%), industria manufacturera (11,8%), comercio y hoteles (11,6%), transporte y comunicaciones (11%), y resto de sectores (7,3%).

Por concepto de inversiones extranjeras de cartera, el país registró pagos netos de pasivos por USD 293 m, al tiempo que constituyó activos financieros en el exterior por USD 1.992 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 el primer semestre el país registró entradas netas por USD 3.557 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 USD 286 m, debido a los ingresos por rendimiento neto del portafolio. A junio de 2018 el saldo de reservas internacionales netas de Colombia ascendió a USD 47.491 m; para septiembre esta cifra fue de USD 47.512 m.

1.2.2 Pronósticos

1.2.2.1 Estimación para el tercer trimestre de 2018

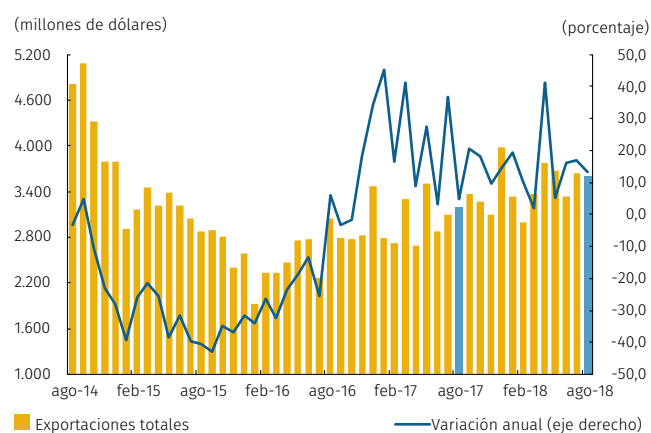
Las cifras del tercer trimestre de 2018 del balance externo sugieren que su ajuste se detuvo. De acuerdo con la información disponible, en este

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

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

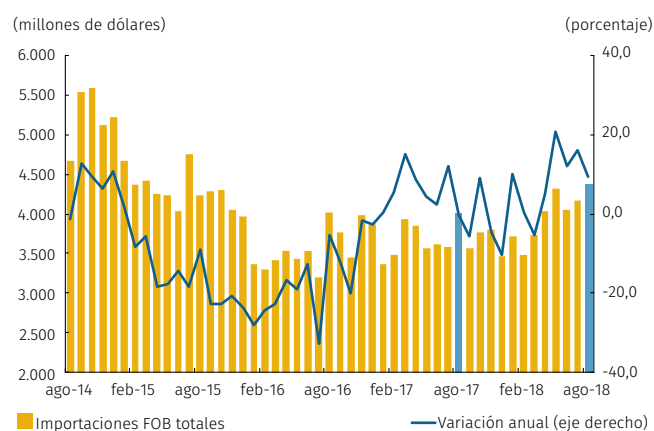
Informe se proyecta un déficit en la cuenta corriente para el tercer trimestre de 2018 similar al observado en el trimestre inmediatamente anterior, tanto en dólares como en proporción al PIB. Este se habría ubicado cerca del 3,8% en términos del PIB. En cuanto al comercio exterior de bienes, los datos disponibles muestran que en el bimestre julio-agosto las exportaciones totales en dólares aumentaron en USD 950 m (15,1%) frente al año anterior (Gráfico 1.9), principalmente por el mayor valor exportado de petróleo y sus derivados. Por el lado de las importaciones *free on board* (FOB)⁵, en dicho período estas se incrementaron en USD 952 m (12,5% en términos anuales), debido al aumento generalizado de los diferentes grupos de productos (Gráfico 1.10) (véase sombreado, p. 25).

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



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

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



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

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

5 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones *cost, insurance and freight* (CIF), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. Durante el bimestre julio-agosto las importaciones CIF totalizaron USD 8.928 m, lo que representa un crecimiento de 12,4% anual.

Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para el bimestre julio-agosto de 2018

En el bimestre julio-agosto de 2018 las exportaciones totales crecieron 15,1% en términos anuales (Gráfico 1.9), soportadas por el crecimiento de las de origen minero, las cuales aportaron a la variación total cerca de 16 pp. Por el contrario, las exportaciones no tradicionales y agrícolas disminuyeron en términos anuales 1,1% y 2,4%.

Los mayores precios internacionales de los bienes mineros de exportación continúan impulsando las ventas de este sector¹. Se destaca el alto crecimiento de las exportaciones de petróleo crudo, las cuales crecieron 43,6% frente al mismo bimestre de 2017, aportando en el período 12,3 pp a la variación de las exportaciones totales (Cuadro A).

Las exportaciones no tradicionales dejaron de registrar crecimientos y se contrajeron 1,1% frente a igual bimestre de un año atrás (Gráfico A). Este resultado se explica, principalmente, por los menores despachos a Venezuela, al resto de la Aladi² y a la zona del euro. Por el contrario, se observó un mejor comportamiento en las ventas externas con destino a los Estados Unidos (12,3%) y Ecuador (9,5%). Hacia los Estados Unidos, principal socio comercial, el crecimiento de las exportaciones no tradicionales ha sido mayor a lo observado en meses anteriores, al registrar un aumento de 12,2% en términos anuales en el período de estudio (Gráfico B).

Con respecto a las exportaciones agrícolas tradicionales, las ventas externas de flores y de banano se recuperaron, al crecer 7,7% y 20,4%, respectivamente, mientras que las de café se contrajeron 14,8% en términos anuales. La variación total de las exportaciones de este grupo de bienes (-2,4%) se explica por una caída en el índice de precios de 4,9%, que fue

parcialmente compensada por un aumento en los volúmenes exportados de 2,5%.

En cuanto a las importaciones FOB, en el bimestre julio-agosto se observaron crecimientos en todos los grupos de bienes, con una expansión de 12,5% en términos anuales para las importaciones totales, tasa de expansión mayor a la observada en el primer semestre del año (Gráfico 1.10). La mayor contribución la mostró el grupo de bienes intermedios (7,6 pp), impulsado, principalmente, por un mayor dinamismo de las compras externas de materias primas para la industria (23,3%) y para la agricultura (24,4%) (Gráfico C).

Dentro del grupo de bienes de capital, que se expandió 6,3% en el bimestre, el rubro de bienes de capital para la industria fue el que más aportó (4,2 pp), seguido por el de materiales para la construcción (1,4 pp) y equipo de transporte (1,0). En tanto, los bienes de capital para la agricultura registraron una caída anual de 13,4%.

En cuanto a los bienes de consumo, las importaciones de bienes no duraderos crecieron 6,3%, soportadas por las compras de productos alimenticios, farmacéuticos y vestuario. Por su parte, las compras externas de bienes duraderos crecieron 20,3%, recuperación que se explica por el aumento del rubro de vehículos de transporte particular, principalmente.

1 El índice de precios para los productos mineros exportados creció 36,5% en el bimestre julio-agosto de 2018 frente al mismo período de 2017. El crecimiento del índice en el período mayo-junio fue de 39%.

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

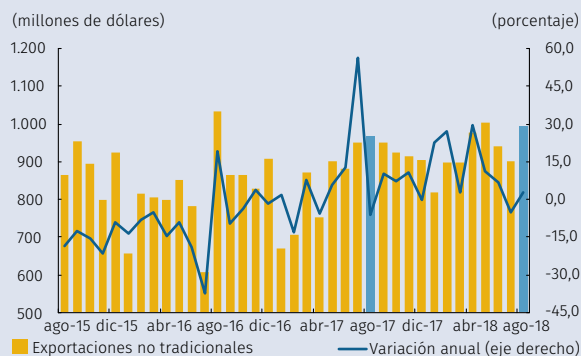
Cuadro A
Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para el bimestre julio-agosto de 2018 (FOB)
(porcentaje)

| Grupo | Variación anual | Rubros con importantes contribuciones a la variación anual | |
|--|-----------------|--|---------------------------|
| | | Rubro | Variación anual del rubro |
| Total exportaciones | 15,1 | | |
| Bienes de origen minero | 27,5 | Petróleo crudo | 43,6 |
| | | Carbón, lignítico y turba | 4,1 |
| | | Alimentos y bebidas | -10,4 |
| | | Vehículos automotores | -27,7 |
| Resto de exportaciones ^{a/} (No tradicionales) | -1,1 | Hacia Venezuela | -38,0 |
| | | Hacia resto de ALADI | -8,3 |
| | | Hacia resto de destinos | 4,6 |
| | | Flores | 7,7 |
| Bienes de origen agrícola | -2,4 | Banano | 20,4 |
| | | Café | -14,8 |
| | | | |
| Total Importaciones | 12,5 | | |
| Bienes de capital | 6,3 | Bienes de capital para la industria | 6,8 |
| | | Materiales de construcción | 13,8 |
| Bienes intermedios | 17,0 | Materias primas para la industria | 23,3 |
| | | Materias primas para la agricultura | 24,4 |
| Bienes de consumo | 12,5 | Bienes no durables | 6,3 |
| | | Bienes durables | 20,6 |

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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

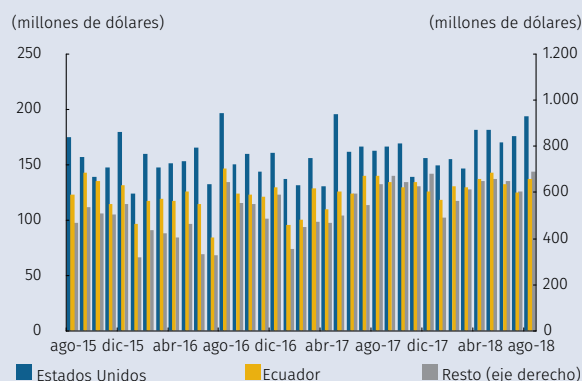


Nota: Las barras azules son exportaciones no tradicionales (FOB) que corresponden a agosto de 2017 y 2018.

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

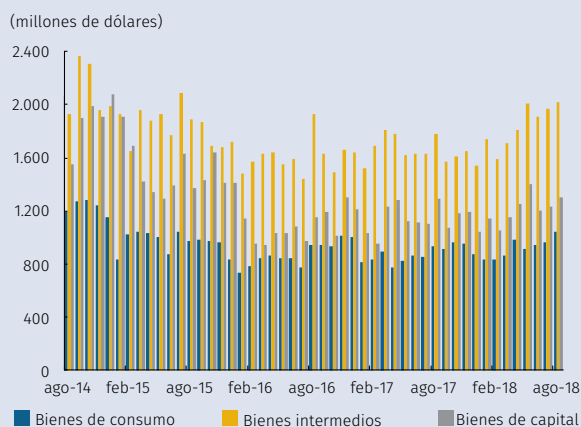
Gráfico B
Exportaciones de bienes no tradicionales por destinos:
Estados Unidos, Ecuador y resto^{a/} (FOB)



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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En relación con los flujos de capital, se estima que durante el tercer trimestre de 2018 la IED habría sido similar a la observada en igual período de un año atrás, impulsada por los recursos recibidos por empresas del sector minero y petrolero, dado el mejor panorama de los precios internacionales. Por otra parte, la información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria muestra que entre julio y septiembre se registró una caída anual de los recursos de inversión extranjera de portafolio del sector privado⁶. 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 dejaría de ajustarse en todo 2018 y 2019 frente a lo observado en 2017. En el escenario más probable el déficit corriente para 2018 estaría alrededor de USD11.650 m, correspondientes a 3,4% del PIB en un rango entre 3,2% y 3,6% (Cuadro 1.3).

Para todo 2018 se estima que el balance en el comercio de bienes continuaría siendo deficitario, pero menor al registrado en 2017, debido, en gran parte, a las mayores exportaciones de petróleo y de bienes industriales. El incremento de las ventas externas está impulsado sobre todo por el aumento observado en el precio internacional del crudo y por el

En el escenario más probable, el déficit corriente para 2018 estaría alrededor de 3,4% del PIB.

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

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

| | 2014 | 2015 | 2016 (pr) | 2017 (pr) | 2018 (proy) | 2019 (proy) |
|---|---------|---------|-----------|-----------|-------------|-------------|
| Cuenta corriente (A + B + C) | -19.762 | -18.564 | -12.024 | -10.591 | -11.650 | -11.978 |
| Porcentaje del PIB | -5,2% | -6,3% | -4,2% | -3,4% | -3,4% | -3,4% |
| A. Bienes y servicios | -11.863 | -18.267 | -12.679 | -8.793 | -8.018 | -9.435 |
| B. Ingreso primario (renta de los factores) | -12.521 | -5.727 | -5.225 | -8.394 | -11.015 | -10.707 |
| C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes) | 4.622 | 5.430 | 5.880 | 6.596 | 7.383 | 8.163 |
| Cuenta financiera (A + B + C + D) | -19.292 | -18.250 | -12.275 | -9.807 | -11.430 | -11.978 |
| Porcentaje del PIB | -5,1 | -6,2 | -4,3 | -3,1 | -3,3 | -3,4 |
| A. Inversión directa (ii-i) | -12.268 | -7.505 | -9.333 | -10.324 | -8.648 | -9.102 |
| i. Extranjera en Colombia (IED) | 16.167 | 11.723 | 13.850 | 14.013 | 12.174 | 12.892 |
| ii. Colombiana en el exterior | 3.899 | 4.218 | 4.517 | 3.690 | 3.525 | 3.790 |
| B. Inversión de cartera | -11.565 | -9.166 | -4.839 | -1.414 | 160 | -87 |
| C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados) | 104 | -1.994 | 1.731 | 1.387 | -3.708 | -3.947 |
| D. Activos de reserva | 4.437 | 415 | 165 | 545 | 767 | 1.158 |
| Errores y omisiones (E Y O) | 470 | 313 | -252 | 784 | 221 | 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.

efecto de la recuperación de la demanda externa sobre los bienes manufacturados colombianos.

En cuanto a las importaciones de bienes, se estima un crecimiento anual para todo 2018 de 11%, continuando con la recuperación observada en 2017. Esto, como resultado de la mayor actividad económica prevista para este año, que debe incentivar las importaciones de todos los sectores en general, y por la mayor adquisición de bienes de capital por parte del sector mineroenergético y el de transporte.

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

El déficit de servicios se estima para 2018 en niveles inferiores a los de 2017. Por el lado de los ingresos, estos crecerían principalmente por las mayores entradas asociadas con el turismo, acorde con la mejora del crecimiento mundial. Por su parte, los egresos aumentarían debido al mayor gasto por

Para 2018, la inversión directa deberá continuar siendo el principal flujo de entradas de capital al país.

viajes de colombianos en el exterior, al incremento de los egresos por fletes y por el crecimiento de los servicios técnicos petroleros, dado el mayor precio del petróleo.

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

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

Para 2019 se prevé un leve retroceso en los precios de los principales productos de exportación, en tanto que el mayor aporte al crecimiento de las exportaciones de bienes se daría por el dinamismo de las ventas externas de productos industriales. Se estima que continúe la senda positiva de crecimiento de las importaciones, de acuerdo con el mayor crecimiento económico esperado. Lo anterior implicaría un mayor déficit comercial de bienes frente a lo previsto para 2018 (Cuadro 1.3). Por el contrario, se espera un menor déficit por servicios no factoriales y por renta factorial, así como que continúe el aporte positivo de los ingresos por remesas. De esta manera, el déficit en la cuenta corriente proyectado para 2019 en el escenario central es de USD 11.978 m (3,4% del PIB) (Cuadro 1.3).

En relación con el financiamiento, para 2019 se prevé un incremento de los flujos de IED y otra inversión, en tanto que deberá continuar, aunque a un menor ritmo, la compra de TES por parte de extranjeros. Adicionalmente, se estima una menor colocación de bonos por parte del Gobierno y entidades públicas, así como mayores salidas de cartera por parte del sector privado.

02

Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo

El crecimiento del PIB del segundo trimestre fue similar al de los primeros tres meses del año.

Lo anterior se dio en un contexto en el que el choque positivo sobre el consumo y el negativo sobre la inversión observados en el primer trimestre, se habrían disipado a un ritmo más lento que el previsto en el anterior informe.

La información disponible para el tercer trimestre sugiere una expansión de la actividad económica en dicho período similar a la registrada durante la primera mitad del año.

2.1 Comportamiento del PIB durante el segundo trimestre de 2018

Los resultados publicados por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) del PIB del segundo trimestre del año⁷, corregido por estacionalidad y efectos calendario, revelaron un crecimiento anual de 2,5% (Gráfico 2.1), similar al 2,6% del primer trimestre. Esta cifra corregida, la cual permite inferir con mayor certeza el rumbo hacia el cual se dirige la economía colombiana, fue similar al punto central del rango de pronóstico presentado por el equipo técnico del Banco de la República en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 2,0% y 3,0%, con 2,6% como resultado más probable). La expansión entre trimestres fue del 0,6%, lo que correspondió a un t. a. de 2,3%.

7 En su serie original, el ritmo de expansión del PIB se aceleró con respecto a los registros de los primeros tres meses del año. El crecimiento anual de la serie original fue 2,8% (frente al 2,2% del primer trimestre de 2018).

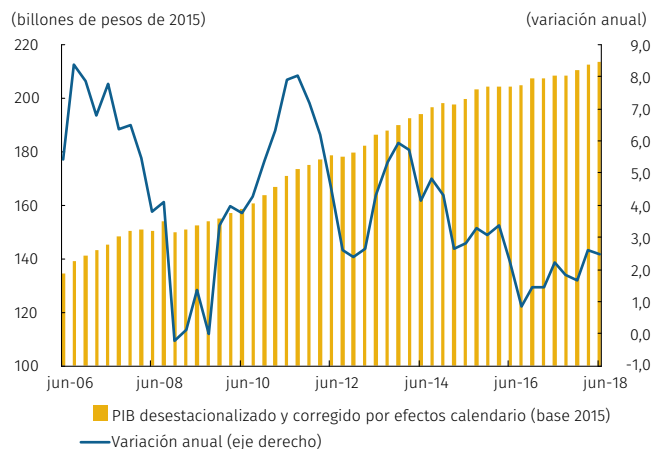
Los resultados del segundo trimestre muestran que el choque positivo para el caso del consumo público y el negativo para el de la inversión observados en el primer trimestre se habrían disipado y revertido, respectivamente, a un ritmo más lento que el implícito en los pronósticos de crecimiento para el segundo trimestre de 2018 presentados en el anterior *Informe sobre Inflación*. En este contexto, y adicional a la conjunción de la dinámica de los choques mencionados, la demanda interna (medida como la agregación del consumo total más la formación bruta de capital) registró una aceleración en dicho trimestre que tuvo su origen en una recuperación del consumo privado y en una mayor acumulación de inventarios, principalmente. Por su parte, el consumo público se desaceleró (afín con lo esperado), pero continuó creciendo por encima de los principales componentes del gasto.

Las exportaciones netas contribuyeron negativamente a la expansión del PIB; en este sentido, a pesar de que las exportaciones reportaron una recuperación en su tasa de crecimiento, esta fue más alta para el caso de las importaciones (Cuadro 2.1). Según estimaciones del equipo técnico, en dicho período las exportaciones no tradicionales habrían crecido a tasas positivas relativamente altas, y habrían compensado el mal desempeño de las cantidades exportadas de petróleo y carbón. En principio, y como se menciona en el capítulo 1 de este *Informe*, el buen desempeño de la demanda externa sustentó este resultado. Por su parte, la aceleración de las importaciones se debió a una mayor dinámica de las compras al exterior de bienes de capital (maquinaria y aparatos electrónicos, principalmente).

Al desagregar en mayor detalle el comportamiento de los diferentes renglones que componen el PIB por el lado del gasto, se observó cómo la aceleración del consumo privado, el cual pasó de crecer 2,0% a 2,6% en términos anuales entre el primer y segundo trimestres, fue impulsada por los mejores desempeños de la mayoría de sus componentes. Por un lado, los consumos de bienes no durables, semidurables y de servicios registraron aceleraciones, en un contexto en el que la inflación se mantuvo estable en valores cercanos a la meta de largo plazo de 3,0%, la confianza de los consumidores repuntó frente los registros del año pasado, y los indicadores del mercado laboral no mostraron deterioros. Por otro lado, el consumo de bienes durables se expandió a un menor ritmo, aunque su crecimiento fue mayor que el registrado para el agregado de 2017.

El consumo público, por su parte, siguió beneficiándose del choque positivo de comienzos de año, y registró una expansión de 4,9% anual. Este comportamiento habría estado relacionado, en gran medida, con el desembolso de recursos para pagos del censo poblacional y de los comicios presidenciales, así como por un nivel de ejecución satisfactorio de los gobiernos regionales y locales.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el segundo trimestre, las exportaciones no tradicionales en pesos constantes habrían crecido a tasas relativamente altas, compensando el mal desempeño de las cantidades exportadas de petróleo y carbón.

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En igual sentido apuntaron los resultados para el caso de la formación bruta de capital (FBC). Si bien este componente del PIB registró incrementos anuales cercanos a cero, estos contrastaron con la caída observada para los primeros tres meses del año. No obstante, es importante señalar que gran parte de este mejor comportamiento obedeció a una mayor acumulación de inventarios durante dicho período, pues la formación bruta de capital fijo (FBCF) cayó 2,5% frente al mismo trimestre de 2017, cifra similar a la del primer trimestre (-2,6%). Por subcomponentes, las inversiones en maquinaria y equipo, en recursos biológicos y agropecuarios, y en propiedad intelectual mostraron variaciones anuales positivas, mientras que aquella realizada en construcción (tanto vivienda como edificaciones y obras civiles) reportó nuevas contracciones. La inversión en construcción continuó atravesando por un mal momento, algo que se observa desde hace más de un año.

Por el lado sectorial, las ramas con las mayores tasas de crecimiento durante el segundo trimestre del año fueron, en su orden, las actividades

profesionales, científicas y técnicas (7,6%), el sector de administración pública y defensa, educación, salud y servicios sociales (4,8%) y el sector agropecuario (4,7%). Por el contrario, se observaron importantes contracciones en la construcción (-7,4%) y en la minería (-5,0%). Por su parte, la industria y el comercio mostraron expansiones moderadas (Cuadro 2.2).

La aceleración en la expansión del sector agrícola durante el segundo trimestre obedeció, principalmente, al buen desempeño de la producción de café, la cual, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros (FNC), registró un aumento de 13,2% en ese trimestre. Además, la actividad ganadera creció 4,9% durante el mismo período, sustentada en los incrementos de la producción de ganado bovino (4,6%) y porcino (9,5%).

Cuadro 2.2

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

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La minería, por su parte, profundizó su caída durante el segundo trimestre del año. Este hecho se explica por el bajo crecimiento de la producción de petróleo en el mismo período (0,7%) y el fuerte retroceso en la producción de carbón (-5,9%). Al respecto, es importante señalar que el sector minero ha presentado disminuciones desde 2016, producto de la caída en los niveles de inversión del sector en proyectos de largo plazo, la cual es, a su vez, consecuencia del fuerte descenso de los precios internacionales de estos productos ocurrido a mediados de 2014.

En contraste, la industria manufacturera se aceleró moderadamente durante el segundo trimestre de 2018, al crecer 1,7%. Cuando se excluye refinación de petróleo, el resto de la industria se expandió 1,1%. Se destacan los desempeños positivos de fabricación de productos químicos (5,4%), procesamiento y conservación de carne (6,2%) y elaboración de bebidas (5,4%). Pese a este resultado positivo, según la encuesta de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), los afiliados aún perciben que la demanda (tanto interna como externa) es el principal problema que enfrenta la industria, seguido del costo de las materias primas. Ambos fenómenos habrían reducido el efecto positivo esperado de la depreciación acumulada sobre la actividad del sector.

Los sectores relacionados con servicios aportaron de forma positiva al crecimiento en el período abril-junio y siguen siendo el componente más dinámico del PIB por el lado de la oferta. En particular, la rama de actividades profesionales, científicas y técnicas, cuya participación en el PIB es de 7,3%, continuó expandiéndose a una tasa significativa (7,6%). También lo hizo la rama de administración pública y defensa, educación y salud, aunque a un ritmo más moderado que el del trimestre anterior (4,8%). En parte, este dinamismo podría atribuirse a las actividades electorales y aquellas relacionadas con el censo de población, que tuvieron lugar en el segundo trimestre. Por otra parte, el sector de actividades financieras y de seguros moderó su crecimiento, pero continuó expandiéndose a una tasa relativamente alta (4,0%).

Por último, como se mencionó, durante el segundo trimestre persistió el mal desempeño de la construcción, con fuertes deterioros observados en los renglones de edificaciones (-7,6%) y obras civiles (-5,5%). En el primer caso, de acuerdo con las cifras de metros cuadrados de obras en proceso del *Censo de edificaciones* publicado por el DANE, las caídas se dieron tanto en el renglón residencial (-9,1%), como en el no residencial (-9,4%). Para el segundo continuaron contribuyendo a su mal desempeño los retrasos en la construcción de varias de las autopistas enmarcadas en las vías de cuarta generación (4G), debido, entre otros factores, a la demora en los cierres financieros de varios proyectos. Como resultado, el subsector de actividades especializadas para la construcción también presentó una disminución considerable (-9,2%).

La industria manufacturera se aceleró levemente en el segundo trimestre.

En el segundo trimestre continuó el mal desempeño de la construcción, con deterioros en edificaciones y en obras civiles.

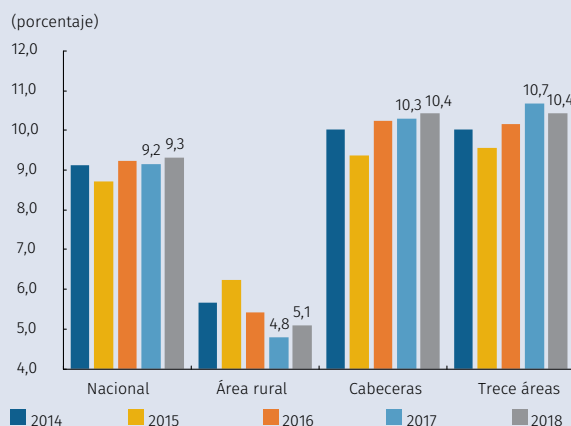
Comportamiento del mercado laboral durante el tercer trimestre de 2018

Con información a agosto de 2018, la tasa de desempleo (TD) aumentó levemente en el total nacional y disminuyó en las trece áreas metropolitanas más importantes, en comparación con lo observado en igual período de 2017 (Gráfico A). Sin embargo, al examinar las series desestacionalizadas (trimestre móvil), no se evidencian deterioros frente a lo observado en el segundo trimestre de 2018: la TD nacional se ubicó en promedio en 9,5% entre julio y agosto, permaneciendo sin cambios frente a la cifra promedio del segundo trimestre de 2018, y entre julio y agosto la TD de trece áreas se ubicó en 10,4%, registro inferior con respecto al presentado entre abril y junio (10,6%) (Gráfico B).

La disminución de la TD en las trece áreas estuvo acompañada por estabilidad en la oferta y demanda laboral, evidenciando un cambio en la tendencia decreciente que ambas series habían presentado en los últimos dos años. La tasa de ocupación (TO) urbana presentó un nivel promedio igual al del trimestre pasado (59,7%), pero superior al del primer trimestre de 2018 (59,2%), mientras que la tasa global de participación (TGP) tuvo una pequeña reducción frente al trimestre anterior (pasó de 66,8% a 66,6%), pero se mantuvo en niveles superiores a los del primer trimestre del año (66,3%) (Gráfico C).

Con respecto al número de ocupados, las cifras desestacionalizadas de los últimos meses señalan pocos cambios frente al segundo trimestre. Tanto a

Gráfico A
Tasa de desempleo
(trimestre móvil junio-julio-agosto)



Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico B
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



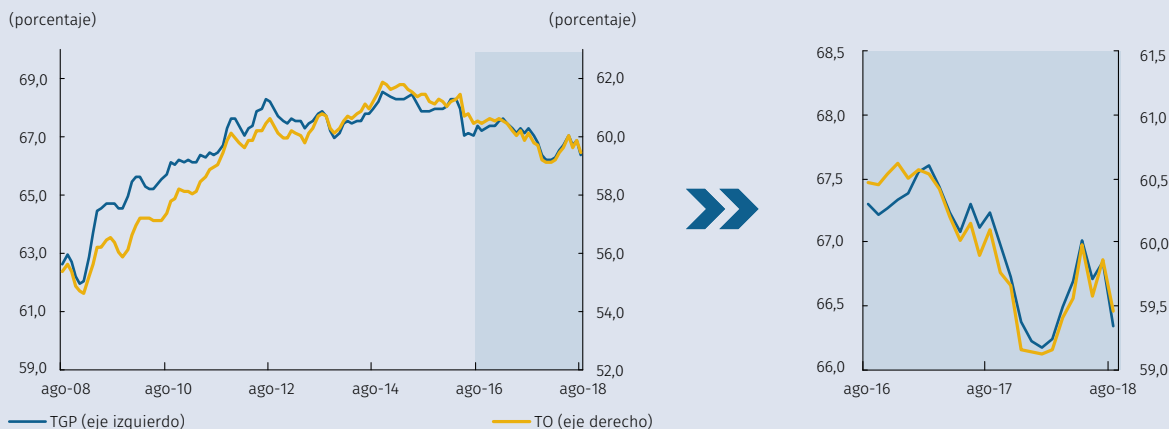
Fuente: DANE (GEIH).

nivel nacional como en las trece áreas el número promedio de ocupados entre julio y agosto aumentó 0,1% en ambos dominios, comparado con el promedio del segundo trimestre del año. Al revisar las variaciones anuales del trimestre móvil terminado en agosto se observó un crecimiento de 0,4% en el total nacional y de 0,3% en las trece áreas (Gráfico D, paneles A y B). El ajuste positivo en el total nacional fue explicado principalmente por las leves mejoras que tuvo el empleo urbano y por la buena dinámica en el empleo de los sectores de servicios, manufactura y comercio. Por el contrario, las ramas de agricultura, construcción y actividades inmobiliarias restaron a la creación de empleo en el último trimestre.

En el ámbito urbano la mejor dinámica en la demanda laboral fue explicada por el comportamiento del empleo no asalariado, sin que ello haya implicado retrocesos en el empleo asalariado. En el trimestre terminado en agosto, el número de ocupados no asalariados registró una expansión anual de 0,5%, mientras que en los asalariados se presentó una variación de 0,2% (Gráfico E). Por su parte, el empleo formal¹ comenzó a registrar

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).

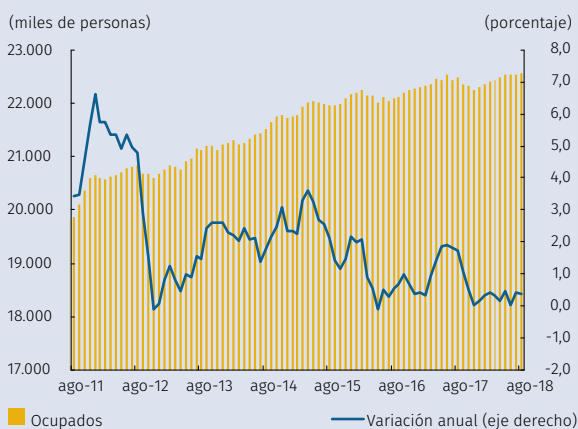
Gráfico C
Tasa global de participación y tasa de ocupación
(trece áreas, desestacionalizadas)



Fuente: DANE (GEIH).

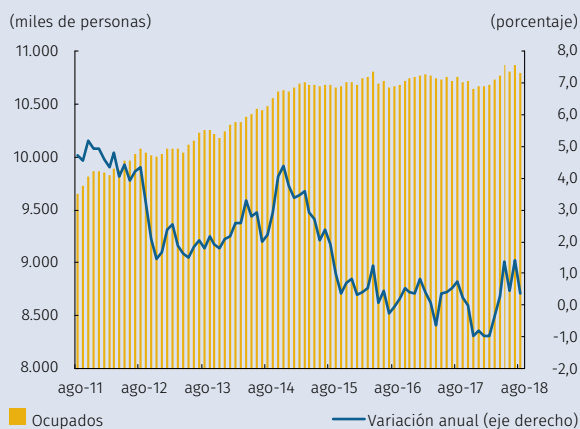
Gráfico D
Número de ocupados
(desestacionalizados y variación anual)

A. Total nacional



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

B. Trece principales áreas metropolitanas

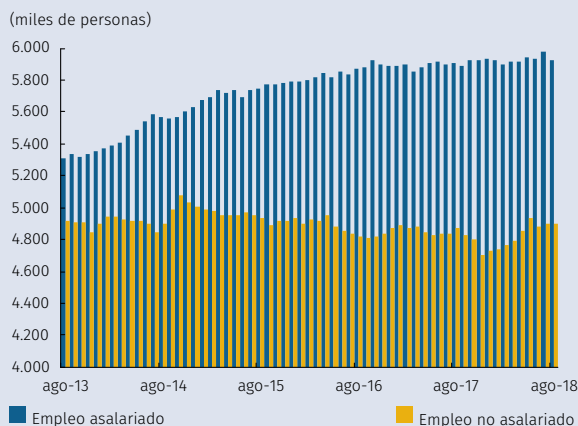


variaciones anuales positivas en este trimestre, luego de haber presentado ajustes negativos desde mediados del año pasado (Gráfico F). Con esto, la tasa de informalidad presentó una reducción trimestral en las trece áreas.

Así las cosas, el mercado laboral urbano ha mostrado signos incipientes de recuperación que han contribuido a mantener estables los indicadores en el

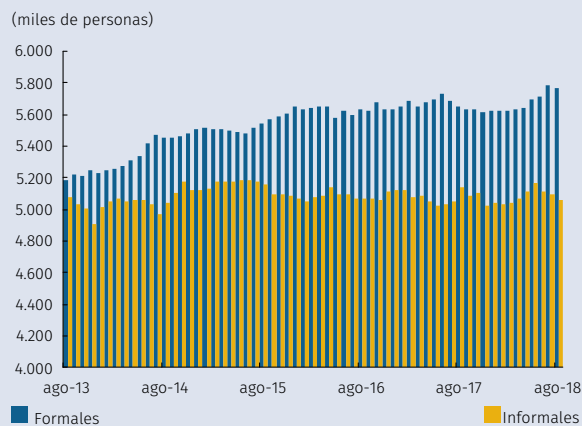
ámbito nacional. Se observó estabilidad en los promedios trimestrales de la TGP y de la TO en las trece áreas, junto con un aumento en el número de ocupados no asalariados, sin que ello haya implicado deterioros en el empleo de mejor calidad. Hacia los próximos meses se podrían generar reducciones moderadas en la TD, dadas las perspectivas de recuperación de la actividad económica; no obstante, no se espera una mejora importante del mercado laboral.

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



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

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



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

2.2 El PIB del tercer trimestre de 2018

Con base en la información disponible para el tercer trimestre de 2018, el equipo técnico del Banco de la República prevé una expansión del PIB en dicho período (corregido por estacionalidad y efectos calendario) a un ritmo similar a los registros de la primera mitad del año, alrededor de 2,6% anual. Este pronóstico contempla un consumo total que se habría desacelerado levemente en el margen, por cuenta, en gran medida, de un menor crecimiento de su componente público. El consumo privado, por su parte, no habría registrado cambios significativos en su ritmo de expansión. Para el caso de la formación bruta de capital (FBC), se proyecta un desempeño mediocre para este rubro del PIB. En este sentido, el mejor desempeño de la inversión en bienes de capital para la industria y otros sectores no habría compensado completamente el mal momento por el cual atraviesa la inversión en construcción. En el escenario anterior, la demanda interna habría registrado una leve desaceleración en el tercer trimestre. Asimismo, el pronóstico contempla aceleraciones en las cuentas reales de comercio exterior, mayores para el caso de exportaciones que para el de las importaciones. A pesar de lo anterior, las exportaciones netas seguirían contribuyendo negativamente a la expansión del PIB.

El escenario anterior de crecimiento se habría desarrollado en un contexto donde se materializaron algunos riesgos a la baja identificados en informes pasados. Es el caso del choque negativo de obras civiles que se observó durante la primera mitad del año, el cual no se habría disipado durante el tercer trimestre, tal y como se esperaba, y cuya reversión probablemente inicie en el cuarto trimestre y se consolide en 2019, como se explica en el capítulo 4 de este *Informe*. Otro riesgo que podría estar empezando a ma-

El choque negativo de obras civiles que se observó durante el primer semestre no se habría disipado en el tercer trimestre.

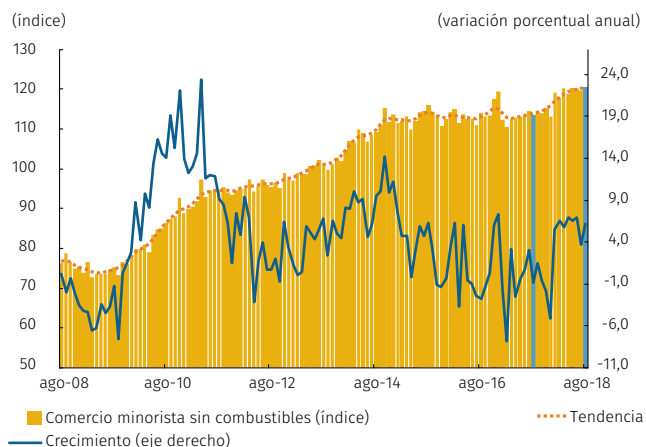
terializarse es el de un menor ritmo de crecimiento de las economías de la región, lo cual podría estar ralentizando la expansión de las exportaciones no tradicionales. Así, en el tercer trimestre la economía colombiana habría crecido a un ritmo un poco más lento que el implícito en los pronósticos de PIB del Informe presentado tres meses atrás.

Los resultados para la mayoría de indicadores coyunturales apoyan el pronóstico del equipo técnico descrito. Según las cifras de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del DANE, las ventas minoristas sin combustibles crecieron 6,1% anual en agosto (Gráfico 2.2). El agregado de este índice para el bimestre julio-agosto registró una expansión de 4,9% frente al mismo período de 2017, lo que representó una desaceleración cuando se compara con el 6,8% reportado para el segundo trimestre. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 5,4% anual durante el mismo mes (Gráfico 2.3). Para el bimestre la expansión fue de 3,9% anual, lo que también significó una desaceleración frente al segundo trimestre (cuando el crecimiento fue del 6,2%).

Para el caso de las ventas minoristas de automotores, según la misma encuesta el índice de ventas de vehículos de agosto aumentó 11,0% frente al mismo mes de 2017 (Gráfico 2.4). Para el agregado del bimestre la expansión fue de igual magnitud, un poco mayor que el registro del segundo trimestre (10,3%). Algo similar sugiere la serie de registros de matrículas publicada por Fenalco. En septiembre estas crecieron 10,7% anual, con lo que el agregado del tercer trimestre reportó un aumento de 5,6% frente a igual período de 2017 (frente al 3,8% del trimestre pasado).

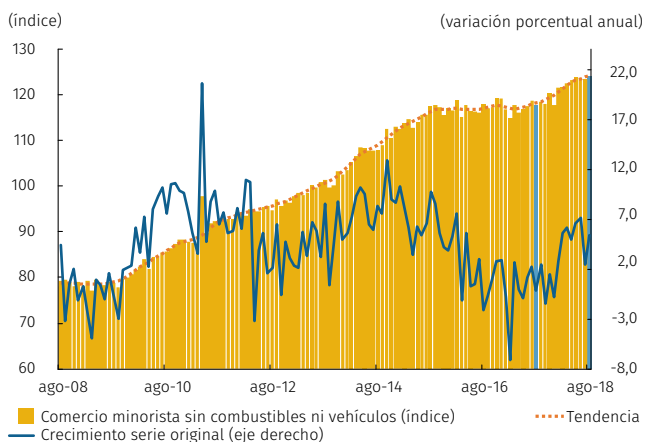
Otros indicadores que guardan estrecha correlación con el consumo de los hogares también apuntan hacia un desempeño modesto de este componente del PIB durante el tercer trimestre de 2018. En particular, en septiembre el índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo retrocedió frente a lo observado en meses anteriores, y tocó terreno negativo luego de cinco meses de registros positivos (Gráfico 2.5). El promedio del ICC para el tercer trimestre es menor que el de, período pasado, lo que podría sugerir un ritmo de crecimiento del consumo privado menos dinámico que el contemplado en versiones anteriores de

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



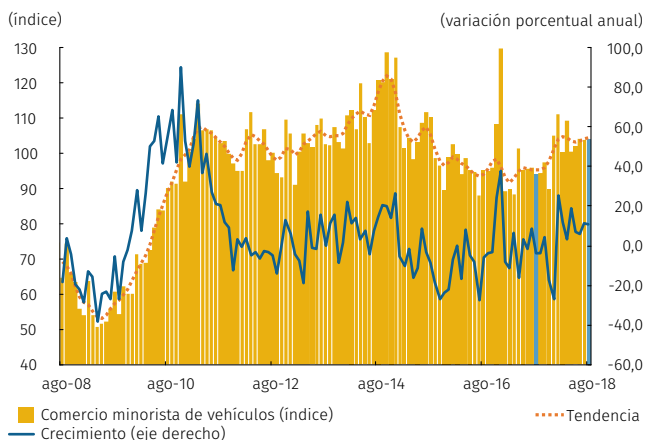
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



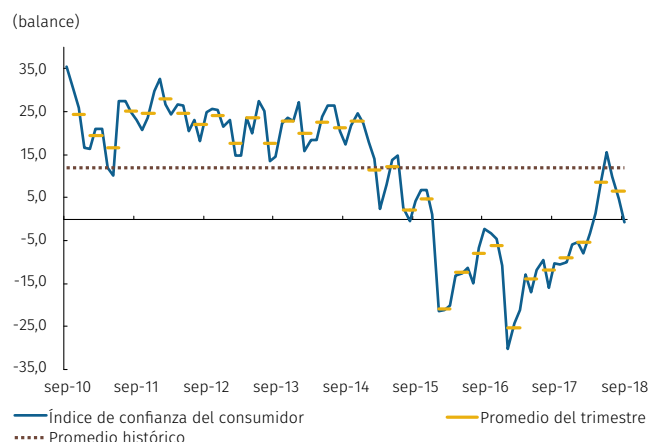
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



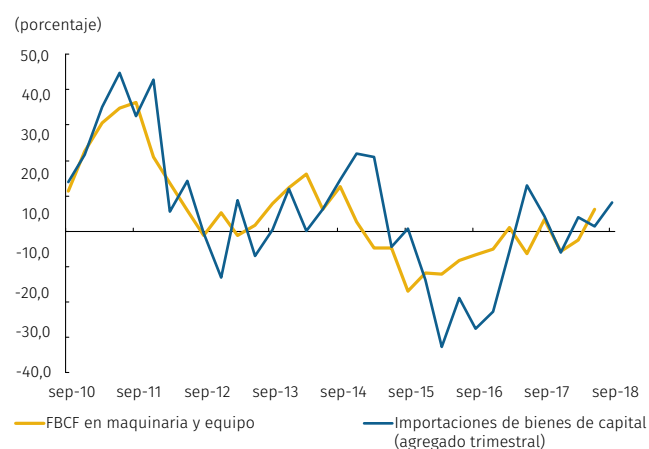
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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.

este *Informe*. Algo similar muestran las cifras de la serie desestacionalizada del balance de ventas de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República. Con corte a agosto, este indicador también sugiere que el ritmo de expansión del gasto de los hogares se habría mantenido en niveles similares a los registrados en el segundo trimestre. Con todo lo anterior, se espera que el consumo de los hogares continúe expandiéndose a un ritmo moderado, similar al del trimestre anterior.

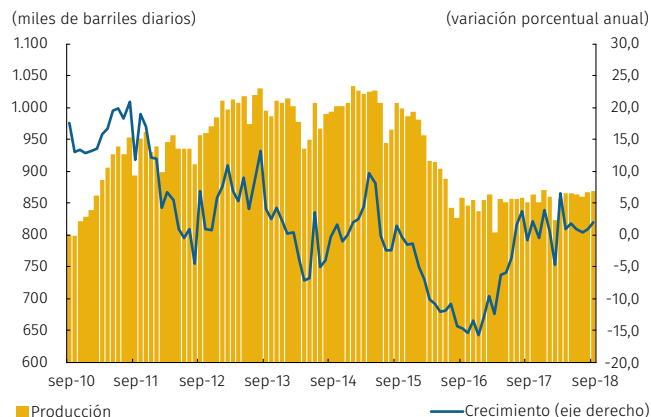
Con respecto a los pronósticos de la FBC, el equipo técnico estima que el choque de demanda observado para la inversión en construcción durante la primera mitad del año tardará más tiempo del contemplado en revertirse. En este contexto, la información disponible para el tercer trimestre de 2018 sugiere que la FBC habría registrado tasas de crecimiento positivas, aunque no muy diferentes de las del segundo trimestre y aún lejanas de su promedio calculado desde 2006 (6,9%). En principio, las cifras de importaciones de bienes de capital en dólares publicadas por el DANE (y los reportes de comercio exterior según la DIAN) en pesos constantes permiten prever alguna aceleración de la expansión de la inversión en maquinaria y equipo (Gráfico 2.6).

Asimismo, el pronóstico central del equipo técnico presentado en este *Informe* contempla que el mal momento de la FBC de construcción continúe durante el tercer trimestre, con un estancamiento en los niveles del agregado de inversión en construcción de otras edificaciones y estructuras. Lo anterior

estaría reflejando el exceso de oferta en el sector no residencial y el efecto de los retrasos en los cierres financieros que afectaron la inversión en diferentes proyectos de infraestructura.

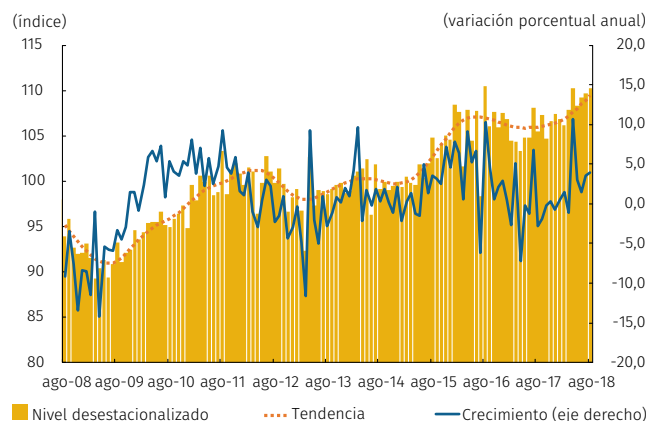
Finalmente, y como se mencionó, en materia de comercio exterior se proyectan expansiones de las exportaciones e importaciones reales. En el primer caso, el mejor desempeño estaría relacionado, sobre todo, con un mejor desempeño de las ventas al exterior de bienes no tradicionales y de servicios. Esto, afín con el relativamente buen crecimiento de las economías de nuestros principales socios comerciales. En el segundo, las cifras de importaciones en dólares (llevadas a pesos constantes) publicadas por el DANE y la DIAN muestran aceleraciones con respecto a los registros de trimestres anteriores, algo que estaría relacionado con un mejor desempeño del consumo privado y de la inversión diferente a construcción.

Gráfico 2.7
Producción de petróleo
(mensual y crecimiento anual)



Fuente: ANH; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.8
Producción industrial real total
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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

En lo que respecta a la minería, se espera alguna recuperación del sector, sustentada principalmente en la producción de carbón. Durante el primer semestre dicha producción se vio afectada por factores climáticos, pero algunos gremios prevén una recuperación para los meses siguientes. Por otra parte, la producción de petróleo promedio del tercer trimestre (865 miles de barriles diarios: mbd) creció 1,1% anual y fue similar a la del segundo trimestre (Gráfico 2.7).

Para el sector manufacturero los modelos de pronóstico del equipo técnico del Banco de la República sugieren un crecimiento algo mayor durante el tercer trimestre que en meses anteriores. Este pronóstico también se apoya en el buen ritmo de crecimiento reportado para las importaciones de materias primas. Adicionalmente, según la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, con cifras desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario, la producción sectorial creció 0,6% mensual en agosto, lo que representó una aceleración. El componente tendencial de esta serie también sugiere una recuperación (Gráfico 2.8).

En lo referente a la construcción, se espera que este sector exhiba un deterioro un poco menor durante el tercer trimestre. Ello debido a que se prevé, en especial, que el mal desempeño de las obras civiles empezaría a revertirse lentamente, aunque hay que aclarar que el grueso de la producción de esta rama se estaría posponiendo hacia el cuarto trimestre de 2018 y, sobre todo, hacia 2019. Por otro lado, la construcción de edificaciones seguiría pasando por un mal momento, según lo señalan algunos indicadores relacionados con esta actividad; por ejemplo, en agosto las licencias de construcción totales y para vivienda presentaron importantes retrocesos (-10,3% y -11,6%, respectivamente).

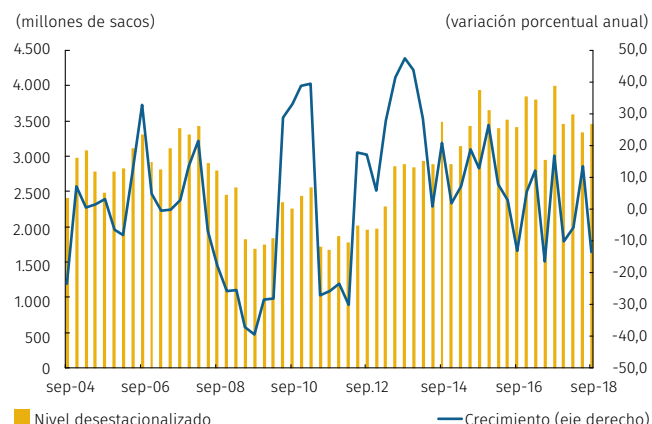
Con respecto al sector agropecuario, las cifras sugieren un crecimiento más bajo que el del segundo trimestre. En lo que tiene que ver con los cultivos permanentes y transitorios, de acuerdo con la FNC, en el tercer trimestre del año la producción de café presentó una importante caída del 13,8% anual (Gráfico 2.9). Adicionalmente, según las cifras de gremios productores, el desempeño de otros cultivos (como algunos cereales y legumbres) durante el trimestre ha sido dispar. Finalmente, las cifras de

ganado apuntan a un crecimiento positivo de este subsector (4,3% anual en el bimestre julio-agosto para el sacrificio de ganado bovino y porcino), pero algo menor que el del segundo trimestre.

Por último, en lo que respecta a los sectores relacionados con servicios, las cifras de ingresos reales obtenidas a partir de la *Encuesta mensual de servicios* del DANE apuntan, en el período julio-septiembre, a crecimientos mayores que los observados un trimestre atrás para los sectores de información y comunicaciones, y actividades artísticas y de entretenimiento. Para las actividades financieras y de seguros se espera una aceleración en el crecimiento trimestral, pero la base de comparación implica que se observaría un crecimiento anual más moderado para el tercer trimestre.

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 del tercer trimestre de 2018 se habría situado entre 2,1% y 3,1%, con 2,6% como cifra más probable. La amplitud del rango de pronóstico es consistente con la incertidumbre relacionada con el desempeño de la demanda interna y externa, y con los supuestos de los diferentes escenarios de la balanza de pagos para dicho período. Al igual que en la anterior versión de este *Informe*, es importante señalar que la incertidumbre asociada con el reciente cambio de año base y la posible revisión de las cifras de crecimiento del PIB hacen que el pronóstico del equipo técnico esté sujeto a una alta incertidumbre.

Gráfico 2.9
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



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

03

Desarrollos recientes de la inflación

La inflación anual al consumidor continuó estable en torno al 3,2% durante el tercer trimestre, superando a la meta de largo plazo levemente.

Asimismo, el promedio de los indicadores de inflación básica no ha presentado cambios importantes desde abril pasado y se mantiene cerca del 3,3%.

La debilidad de la demanda, junto con la aún baja transmisión de los movimientos alcistas del tipo de cambio al IPC, vienen favoreciendo la estabilidad de la inflación anual en los últimos meses.

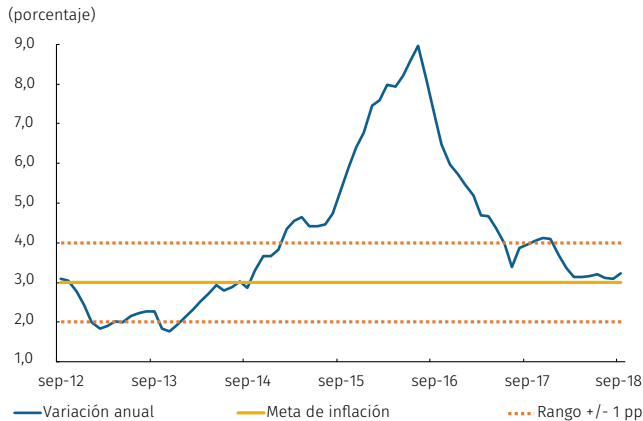
En lo corrido del año las presiones inflacionarias se han concentrado en los alimentos perecederos y, en menor magnitud, en los regulados.

3.1 Comportamiento general

En septiembre, la inflación total anual al consumidor se situó en 3,23%, una cifra similar a la observada un trimestre atrás. En los últimos meses y desde marzo este indicador se ha mantenido relativamente estable, luego del descenso marcado que se observó a comienzos de año una vez se desvanecieron los efectos del choque alcista, producto de la implementación de la reforma tributaria de 2017, entre otros factores (Gráfico 3.1 y Cuadro 3.1).

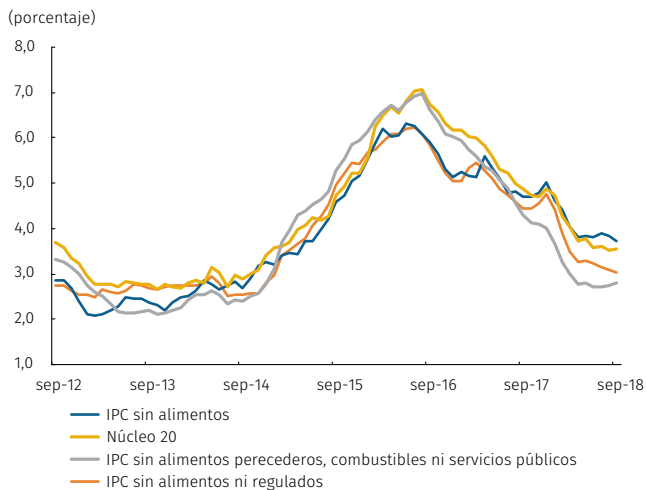
La inflación básica ha seguido un comportamiento similar, oscilando alrededor de 3,3% desde abril y cerrando el tercer trimestre en 3,28%, de acuerdo con el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República. Al último mes, el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos era el indicador que presentaba el mayor nivel (3,71%), en tanto que el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos era el que presentaba el nivel más bajo (2,81%) (Gráfico 3.2 y Cuadro 3.1).

Gráfico 3.1
Índice de precios al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 3.2
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La debilidad actual de la demanda, con un crecimiento por debajo de su potencial y con excesos de capacidad productiva, viene limitando los ajustes de precios, en especial de aquellos bienes y servicios no transables. A ello se suman pocas presiones provenientes del tipo de cambio, entre otras, porque la transmisión de la depreciación de meses recientes al IPC ha sido débil, y porque entre abril y septiembre el debilitamiento del peso no había sido considerable, alcanzando niveles que no son muy diferentes a los observados en 2017. La depreciación del peso en este período tan solo habría afectado moderadamente a ciertos rubros de la canasta familiar, en especial a algunos alimentos y servicios regulados.

En el tercer trimestre los alimentos perecederos y los bienes y servicios regulados empezaron a ejercer presiones alcistas sobre la inflación anual al consumidor, en parte, como había sido previsto en informes anteriores. En el caso de los alimentos, a esta tendencia habrían contribuido algunos choques de oferta puntuales y una base estadística de comparación desfavorable. La inflación de regulados, por su parte, ha sido impulsada por los aumentos en el precio del petróleo y por cambios regulatorios que explican reajustes en tarifas de servicios públicos. Ambos fenómenos se explican en detalle más adelante.

En el último mes los costos no labores habrían sido fuente de algunas presiones alcistas sobre los precios al consumidor, según se desprende del comportamiento del índice de precios al productor (IPP) (Gráfico 3.3). Después de un período de descenso, la inflación anual del IPP total de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), aumentó de 2,45% en agosto a 3,77% en septiembre. Tanto el componente importado (afectado por la depreciación) como el local (por alimentos y minería) se incrementaron en septiembre. La depreciación del peso, el aumento del precio internacional del petróleo y repuntes en los precios de varios productos de origen agropecuario explican este quiebre de tendencia.

En contraste, por el lado de los costos laborales, con información a agosto, no se perciben presiones inflacionarias adicionales. Los salarios de la industria (que crecen al 4,8%), los de comercio (6,6%) y los de la construcción, tanto de vivienda (3,8%) como pesada (3,7%), se han mantenido sin cambios de importancia en los últimos dos trimestres (Gráfico 3.4). Cabe anotar que las estimaciones recientes de la tasa de desempleo se sitúan por encima de la consistente con la inflación (Nairu) para 2018, lo que permite esperar bajas presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral para lo que resta de este año, como se menciona en el capítulo 4 de este Informe.

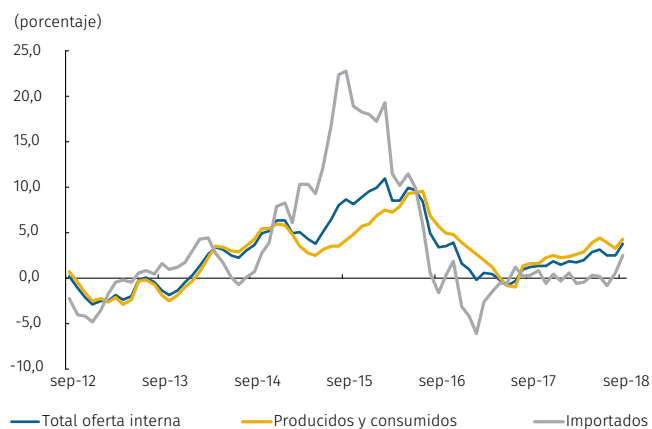
En contraste, por el lado de los costos laborales, con información a agosto, no se perciben presiones inflacionarias adicionales. Los salarios de la industria (que crecen al 4,8%), los de comercio (6,6%) y los de la construcción, tanto de vivienda (3,8%) como pesada (3,7%), se han mantenido sin cambios de importancia en los últimos dos trimestres (Gráfico 3.4). Cabe anotar que las estimaciones recientes de la tasa de desempleo se sitúan por encima de la consistente con la inflación (Nairu) para 2018, lo que permite esperar bajas presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral para lo que resta de este año, como se menciona en el capítulo 4 de este Informe.

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

| Descripción | Ponderación | Jun-17 | Sep-17 | Dic-17 | Jun-18 | Jul-18 | Ago-18 | Sep-18 |
|---|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Total | 100,00 | 3,99 | 3,97 | 4,09 | 3,20 | 3,12 | 3,10 | 3,23 |
| Sin alimentos | 71,79 | 5,12 | 4,71 | 5,01 | 3,81 | 3,91 | 3,83 | 3,71 |
| Transables | 26,00 | 4,41 | 3,41 | 3,79 | 1,83 | 1,57 | 1,67 | 1,57 |
| No transables | 30,52 | 5,21 | 5,21 | 5,49 | 4,27 | 4,31 | 4,16 | 4,13 |
| Regulados | 15,26 | 6,01 | 5,68 | 5,86 | 5,82 | 6,60 | 6,36 | 6,03 |
| Alimentos | 28,21 | 1,37 | 2,22 | 1,92 | 1,74 | 1,23 | 1,34 | 2,05 |
| Perecederos | 3,88 | -14,72 | -0,32 | 5,84 | 8,47 | 5,30 | 6,10 | 9,51 |
| Procesados | 16,26 | 3,29 | 0,84 | -0,91 | -0,91 | -1,09 | -1,18 | -0,72 |
| Comidas fuera del hogar | 8,07 | 7,62 | 6,01 | 5,21 | 3,13 | 3,30 | 3,46 | 3,32 |
| Indicadores de inflación básica | | | | | | | | |
| Sin alimentos | | 5,12 | 4,71 | 5,01 | 3,81 | 3,91 | 3,83 | 3,71 |
| Núcleo 20 | | 5,31 | 4,87 | 4,87 | 3,58 | 3,61 | 3,54 | 3,56 |
| IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos | | 5,07 | 4,31 | 4,02 | 2,71 | 2,72 | 2,76 | 2,81 |
| Inflación sin alimentos ni regulados | | 4,87 | 4,44 | 4,76 | 3,23 | 3,14 | 3,10 | 3,04 |
| Promedio de todos los indicadores | | 5,09 | 4,58 | 4,66 | 3,33 | 3,35 | 3,31 | 3,28 |

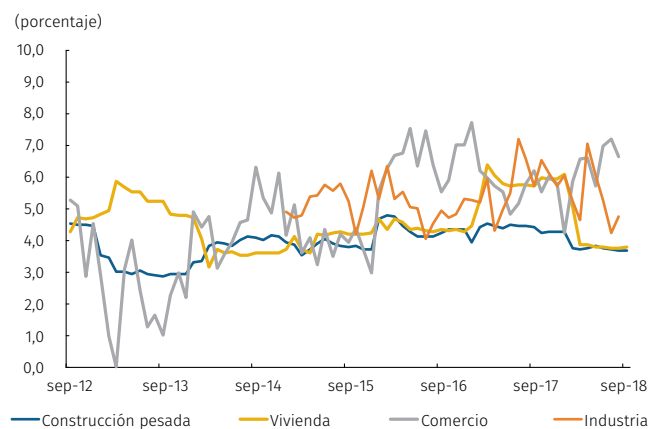
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.3
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

Gráfico 3.4
Salarios nominales
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

3.2 Comportamiento por componentes

Al analizar las cuatro grandes agrupaciones del IPC (transables, no transables, regulados y alimentos) se pueden identificar dos comportamientos opuestos que vienen afectando la dinámica de los precios al consumidor en lo corrido de este año. El primero de ellos, que explica la caída de la inflación anual en este período, se concentra en el componente transable y no transable de la canasta del IPC. El segundo, que ejerce presiones alcistas, está liderado por los alimentos (en especial por los perecederos) y por los regulados (en especial por los servicios públicos).

Las presiones bajistas del IPC de transables se observaron entre diciembre del año pasado (3,79%) y septiembre de este año (1,57%), con una tendencia descendente que aún no incorpora el traspaso de la depreciación del peso de los últimos meses (desde COP2.800 por dólar en abril hasta cerca de COP3.100 a mediados de octubre, cuando se producía este *Informe*) (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.5). De hecho, la inflación de transables ha sido muy estable desde abril pasado, al moverse en un rango entre 1,51% y 1,83%.

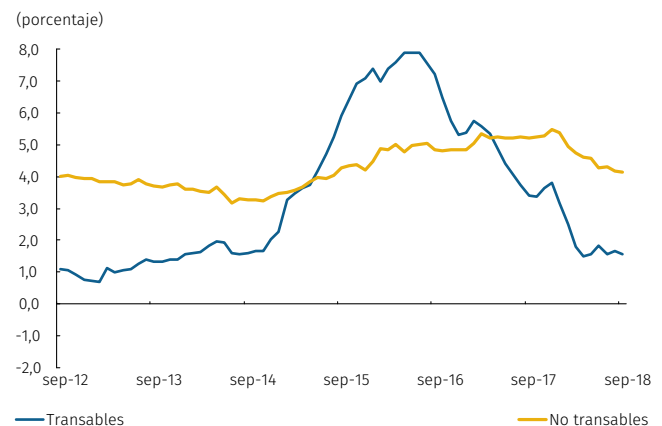
Si bien se espera un ajuste alcista en esta subcanasta por cuenta del rezago con el cual opera dicha transmisión de los movimientos del tipo de cambio al IPC, junto con el nuevo repunte reciente del dólar, es probable que esta transmisión se debilite en lo que resta del año, debido al efecto bajista que tendrían las rebajas en los precios de los vehículos que usualmente acompañan la feria bianual del automóvil a realizarse en los primeros días de noviembre. Cabe señalar que la ponderación de este rubro en la canasta es relativamente alta (4,35%).

De igual manera, la variación anual del IPC no transable ha contribuido a la caída de la inflación anual, al descender gradualmente en lo corrido de 2018 (Cuadro 3.1, Gráfico 3.5). Así, de 5,49% en diciembre de 2017 pasó a 4,27% en junio y a 4,13% en septiembre. Este desempeño bajista viene reflejando la debilidad de la demanda y un menor ritmo de indexación en diversos precios.

La reducción en el ritmo de ajuste fue generalizada en este grupo, siendo quizás la de arriendos la más relevante (por su peso en la canasta de 18,6%), cuyo ajuste anual ha descendido de 4,28% en diciembre pasado a 3,61% en junio y a 3,45% en septiembre. Este comportamiento es coherente tanto con la aparición de algunos excesos de oferta de vivienda en ciertos estratos como con menores niveles de indexación.

Asimismo, se contrajo el subgrupo denominado indexados (compuesto, en especial, por servicios de educación y salud), de 6,96% en diciembre a 5,76% en junio y a 5,54% en septiembre. A pesar de esta caída, el nivel de

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

este subgrupo continúa siendo alto con respecto a la meta de inflación, indicio de la existencia aún de una importante inercia inflacionaria (Gráfico 3.6).

Los ajustes en los rubros no transables, afectados vía costos por el tipo de cambio, siguieron mostrando una tendencia descendente en lo corrido del año (5,72% en diciembre, 3,61% en junio y 3,27% en septiembre), corroborando (como se señaló arriba) que aún la transmisión de la depreciación del peso al IPC es débil. Asimismo, el subgrupo resto (que incluye boletas de fútbol) se redujo de 10,88% en diciembre a 4,97% en septiembre.

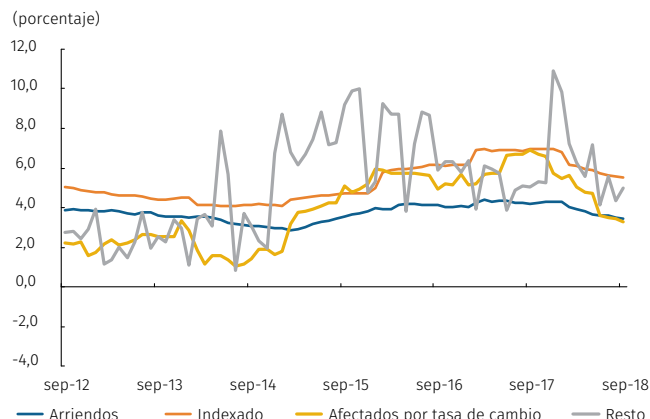
En contraste con el desempeño de los transables y no transables, el grupo de regulados viene presionando la inflación al alza, con unas variaciones anuales que han estado marcadas por una alta volatilidad entre diciembre de 2017 (5,86%) y septiembre de 2018 (6,03%) (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.7). Como se observa, el ritmo de ajuste del grupo regulado es alto y aún se encuentra lejos de la meta, lo que impidió que la caída de la inflación anual fuese mayor que la observada. Dicho comportamiento se explica por el aumento en el cambio anual del IPC de los servicios públicos (de 5,39% en diciembre a 6,57% en septiembre) y el de transporte (de 4,92% a 5,17%), lo que, como se mencionó, es en parte el reflejo del alza en el precio internacional del petróleo.

En el caso de los servicios públicos, el impulso inflacionario es consecuencia de las inversiones en la ampliación de la infraestructura de distribución en el servicio de energía. La variación anual de estas tarifas pasó de 2,07% en diciembre a 7,69% en septiembre.

Cabe señalar que hacia los próximos trimestres no se descartan nuevas alzas en energía, dada la reciente depreciación del peso, y por las noticias más recientes sobre la posibilidad de la presencia de un fenómeno de El Niño hacia finales del año y durante la primera mitad de 2019. Este fenómeno, dependiendo de su intensidad, podría tener un efecto alcista en las tarifas de energía por la mayor demanda que puede surgir sobre la generación térmica (más costosa). En el caso del transporte, también está por completarse el cambio de plataforma de cobro en Bogotá, que implicaría un aumento del servicio de taxi, cercano al 7,0%.

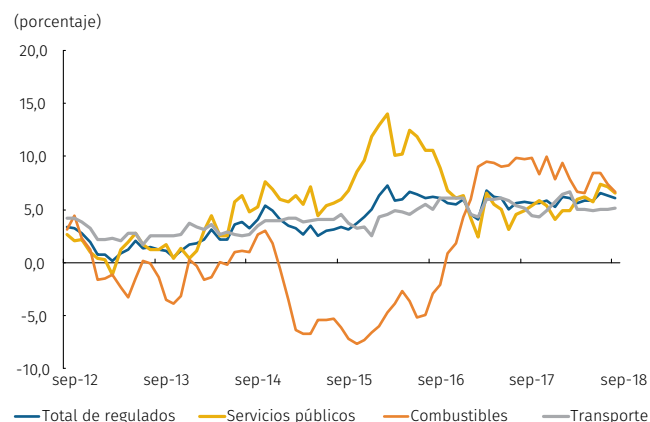
En los últimos meses, el segundo gran componente del IPC que ha ejercido presiones alcistas sobre la inflación, aunque moderadas, es el de alimentos. A septiembre, su variación anual se situó en 2,05%, aumen-

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



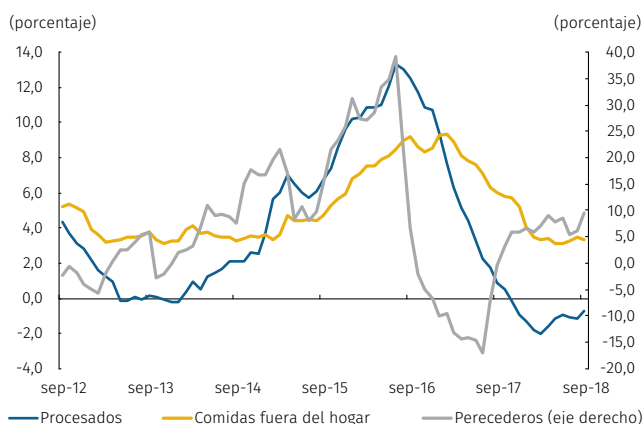
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.8
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.9
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

tando levemente con respecto al dato de diciembre de 2017 (1,92%) y un poco más con respecto a junio (1,74%) (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.8). Aun así, hay que señalar que el aporte inflacionario de los alimentos sigue siendo bajo, algo que ha sido posible por los escasos aumentos e incluso descensos en los precios de los alimentos procesados, subcategoría que a lo largo del año se ha mantenido con cambios anuales en terreno negativo, y ha cerrado septiembre en -0,72% (Gráfico 3.9). También, las comidas fuera del hogar vienen ejerciendo una presión bajista sobre la inflación de alimentos en lo corrido del año, al caer de 5,21% en diciembre a 3,32% en septiembre. Seguramente la debilidad de la demanda y la menor inercia inflacionaria están contribuyendo a que este componente de los alimentos actualmente mantenga un nivel no muy distante de la meta.

En contraste, durante 2018 el IPC de los alimentos perecederos viene creciendo a un ritmo alto, alcanzando un ajuste anual en septiembre de 9,51%, nivel superior al observado en junio (8,47%) y diciembre (5,84%). Este aumento está asociado con precios relativamente bajos y, por ende, con una base estadística de comparación baja en igual período del año anterior; por tanto, puede interpretarse como parte del ciclo normal en la oferta y los precios de esos alimentos y, en buena parte, fue anticipado en los *Informes sobre Inflación* anteriores. Adicionalmente, en el tercer trimestre los aumentos serían también el resultado de los cierres de la vía Bogotá-Villavicencio, los cuales afectaron temporalmente el abastecimiento de Bogotá, ciudad que tiene un alto peso en el IPC nacional.

tando levemente con respecto al dato de diciembre de 2017 (1,92%) y un poco más con respecto a junio (1,74%) (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.8). Aun así, hay que señalar que el aporte inflacionario de los alimentos sigue siendo bajo, algo que ha sido posible por los escasos aumentos e incluso descensos en los precios de los alimentos procesados, subcategoría que a lo largo del año se ha mantenido con cambios anuales en terreno negativo, y ha cerrado septiembre en -0,72% (Gráfico 3.9). También, las comidas fuera del hogar vienen ejerciendo una presión bajista sobre la inflación de alimentos en lo corrido del año, al caer de 5,21% en diciembre a 3,32% en septiembre. Seguramente la debilidad de la demanda y la menor inercia inflacionaria están contribuyendo a que este componente de los alimentos actualmente mantenga un nivel no muy distante de la meta.

En contraste, durante 2018 el IPC de los alimentos perecederos viene creciendo a un ritmo alto, alcanzando un ajuste anual en septiembre de 9,51%, nivel superior al observado en junio (8,47%) y diciembre (5,84%). Este aumento está asociado con precios relativamente bajos y, por ende, con una base estadística de comparación baja en igual período del año anterior; por tanto, puede interpretarse como parte del ciclo normal en la oferta y los precios de esos alimentos y, en buena parte, fue anticipado en los *Informes sobre Inflación* anteriores. Adicionalmente, en el tercer trimestre los aumentos serían también el resultado de los cierres de la vía Bogotá-Villavicencio, los cuales afectaron temporalmente el abastecimiento de Bogotá, ciudad que tiene un alto peso en el IPC nacional.

Recuadro 1

El sesgo de medición en el IPC: una actualización

Edgar Caicedo G.
Sergio Andrés Malagón P.
Andrea Salazar D.*

1. Consideraciones generales

El Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) tiene planeado un nuevo cambio de metodología del índice de precios al consumidor (IPC) a partir de 2019, en el que se revisarán y actualizarán las ponderaciones de los ítems que componen la canasta al consumidor. Este hecho brinda la oportunidad para hacer una estimación más precisa del aumento del costo de vida de los últimos diez años, corrigiendo por lo que se conoce en la literatura especializada como el sesgo de sustitución en el consumo, propósito principal de este trabajo.

Desde hace algunas décadas, pero especialmente desde 1996 cuando se publicó el informe de la Comisión Boskin en los Estados Unidos¹, se reconoce que la medición tradicional del IPC (con el enfoque del índice de Laspeyres) presenta diferentes sesgos que lo alejan de la senda del verdadero costo de vida². Los sesgos identificados por dicho informe son: el de sustitución del consumo, el de cambio de calidad en los productos, el de nuevos bienes y el de expendios nuevos³.

El sesgo por sustitución es el más conocido e importante y quizá el más fácil de estimar. Dicho sesgo surge por dos motivos. Primero, porque las ponderaciones vigentes de la canasta familiar dejan de reflejar la estructura actual de gastos de los hogares, siendo establecidas para un período de años determinado, y sin que se pueda incorporar en

* Los autores son, en su orden, profesional líder y estudiantes 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 Véase: <https://www.finance.senate.gov/imo/media/doc/Prt104-72.pdf>

2 Un índice de precios al consumidor cuantifica la variación del costo de una determinada "canasta" de bienes y servicios de consumo, mientras que un índice del costo de vida mide el cambio en el costo de mantener cierto nivel de vida o de utilidad.

3 Para un análisis detallado de los diferentes sesgos, véase: Karsaulidze (2018) y FMI (2006, capítulo 11).

el cálculo del IPC la dinámica de consumo de los hogares ante cambios en los precios relativos. Segundo, porque no se puede calcular el IPC con una forma funcional que lo acerque al verdadero índice de costo de vida.

Organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2006) han elaborado recomendaciones específicas para reducir la incidencia de este sesgo sobre el IPC. Asimismo, en la literatura internacional se encuentran diversos trabajos que cuantifican este y los demás sesgos en el cálculo del IPC -véase los trabajos de Lizardi (2008), Boldsen (2011), Kalish (2017) y Karsaulidze (2018)-.

Para estimar el sesgo de sustitución y calcular un índice de costo de vida más cercano a la realidad, se recomienda emplear un índice superlativo (Ideal de Fisher, Walsh o Törnqvist-Theil). La diferencia entre el IPC oficial (por lo general calculado con el índice Laspeyres) y alguno de los índices superlativos mencionados corresponde al sesgo de sustitución de bienes y servicios.

El FMI (2006) sugiere que una aproximación satisfactoria al índice inobservable del verdadero costo de vida es el índice ideal de Fisher: "Cada vez más economistas y usuarios concluyen que, en principio, el índice preferible, ideal, a los fines del IPC tendría que ser un índice superlativo, como el índice de Fisher. Esta idea se ve reforzada por el hecho de que el índice de Fisher también es un índice muy atractivo desde el punto de vista axiomático". Atendiendo esta recomendación, en este recuadro se adopta este número índice superlativo como una *proxy* satisfactoria del verdadero índice de costo de vida⁴.

En este recuadro se estimará el sesgo de sustitución del nivel superior del IPC (de gasto básico hacia arriba), porque el del nivel inferior (lo que se encuentra dentro de cada gasto básico) no es posible aproximarlos, dado que es reserva estadística del DANE. Además, porque al aplicar la media geométrica (forma funcional que tiende a acercarse a un índice superlativo) para calcular hasta el nivel de gastos básico del IPC, el DANE minimiza el sesgo de sustitución⁵.

Igualmente, en la metodología vigente del IPC (base diciembre 2008 = 100) el DANE redujo de manera significativa los demás sesgos porque volvió flexibles todos los bienes y servicios que hacen parte del gasto básico en la canasta familiar. La posibilidad de incluir y excluir desde el gasto básico hacía abajo referencias o variedades de nuevos productos reduce el sesgo de calidad. Igualmente, las nuevas fuentes de información incorporadas o sustituidas disminuyen el sesgo por expendios nuevos; además, la posibilidad de incluir rubros nuevos a este nivel reduce el sesgo por nuevos productos.

4 Un análisis axiomático de los índices superlativos se encuentra en FMI (2006), capítulo 16.

5 Al respecto véase FMI (2006, p. 249).

2. Cálculo del sesgo de sustitución en Colombia

Como se mencionó, el sesgo de sustitución del nivel superior (que va del gasto básico al total) es la diferencia entre el IPC oficial del DANE y el índice de costo de vida, este último aproximado mediante un índice superlativo, que en nuestro caso será el ideal de Fisher ($Fp_{t,0}$)⁶.

Donde, $(Fp_{t,0}) = [Lp_{t,0} \times Pp_{t,0}]^{1/2}$

($Fp_{t,0}$) es la media geométrica del producto de los índices de Laspeyres ($Lp_{t,0}$) y Paasche ($Pp_{t,0}$), por lo que su senda se encontrará en medio de estos dos índices. Precisamente, la teoría señala que el verdadero costo de vida sigue una senda entre ($Lp_{t,0}$) y ($Pp_{t,0}$) por lo cual el ideal de Fisher es una buena aproximación al índice de costo de vida.

El índice de Laspeyres se define como:

$$Lp_{t,0} = \frac{\sum_{i=1,n} (P_i^t Q_i^0 / \sum_{i=1,n} P_i^0 Q_i^0)}{\sum_{i=1,n} [\alpha_i^0 (P_i^t / P_i^0)]}$$

Al tener ponderaciones fijas (α_i^0), este índice tiende a sobreestimar (no siempre)⁷ el verdadero costo de vida, porque su forma funcional no permite que los hogares maximicen su utilidad al reemplazar en su consumo bienes caros por bienes baratos.

Por su parte, el índice de Paasche corresponde a:

$$Pp_{t,0} = \frac{\sum_{i=1,n} (P_i^t Q_i^t / \sum_{i=1,n} P_i^0 Q_i^t)}{= 1 / \sum_{i=1,n} [\alpha_i^t (P_i^0 / P_i^t)]}$$

El índice de Paasche tiene una formulación con ponderaciones del período corriente (α_i^t), lo cual permite que los consumidores sustituyan productos ante cambios en los precios relativos, con un cálculo del IPC a la baja.

Para estimar las ponderaciones dinámicas (α_i^t) se tomó la estructura de ponderaciones publicadas por el DANE para el IPC año base 2008 = 100. Posteriormente, con una progresión lineal aquellas se llevaron hasta las ponderaciones ob-

tenidas de la Encuesta nacional de presupuesto de hogares (ENPH) 2016-2017⁸ (pie de página 7 y Cuadro R1.1).

3. Resultados

En el Gráfico R1.1 se resume el comportamiento de los diferentes números índices calculados, entre diciembre de 2008 y septiembre de 2018⁹. Los resultados corroboran lo señalado por la teoría y la evidencia empírica, a saber: que el índice de Laspeyres¹⁰ tiende a comportarse como un límite superior del verdadero costo de vida, mientras que el de Paasche sigue, por lo general, una senda menor al índice verdadero del costo de vida.

El Cuadro R1.2, por su parte, condensa el cálculo del cambio en el sesgo de sustitución del nivel superior del IPC (de gasto básico hacia el total nacional), estimado como la diferencia entre la variación anual del IPC oficial del DANE (el índice Laspeyres) y el ajuste anual del índice ideal de Fisher. El hecho de no disponer de una cesta de consumo actualizada y, por ende, la imposibilidad de calcular el IPC con un índice superlativo, hace que el IPC oficial del DANE (Laspeyres) haya venido sobreestimando el verdadero costo de vida, de acuerdo con los resultados encontrados.

Adicionalmente, se observa que la tendencia del sesgo de sustitución es positiva, lo cual indica que viene aumentando con los años. Se pasó de un sesgo de 0,10 puntos porcentuales (pp) en 2009 a uno de 1,35 pp en lo corrido de 2018, con un promedio para todo el período estudiado de 0,75 pp.

4. Conclusiones

A la luz de lo expuesto, la actualización completa en todos los niveles de agregación de la cesta del hogar eliminaría, en gran medida y por un tiempo, los sesgos de calidad, de expendios y productos nuevos. Asimismo, la actualización de la estructura de ponderaciones conllevaría a que el cálculo del IPC oficial del DANE se aproxime

6 Donde P_i^t = precio en el período corriente

P_i^0 = precio en el período base

Q_i^0 = cantidades en el año base

Q_i^t = cantidades en el período corriente

α_i^0 = ponderaciones en el período base

α_i^t = ponderaciones en el período corriente

7 En ocasiones el índice numérico Laspeyres es inferior al índice de Paasche. Esto se presenta cuando las variaciones ponderadas de precios y de cantidades se correlacionan positivamente. Cuando se correlacionan negativamente el índice de Laspeyres supera en nivel al de Paasche.

8 El DANE publicó recientemente los resultados de esta encuesta con la clasificación internacional por finalidades de consumo (COICOP), por lo cual fue necesario construir una correlativa entre la ENPH 2016-2017 y la estructura de ponderaciones del IPC base diciembre 2008 = 100. Una vez se construyó el IPC con las descripciones de la ENPH, se procedió a indexar hasta septiembre de 2018 cada una de las subclases resultantes de dicha correlativa, para obtener finalmente las ponderaciones definitivas del IPC con la clasificación COICOP de la ENPH. Esta correlativa implicó eliminar varias clases del COICOP, dado que no tenían correspondencia con los gastos básicos del IPC, quedando únicamente con ochenta subclases. Por limitaciones de espacio, en el Cuadro R1.1 solo se muestra el resultado de las ponderaciones resultantes para el total, alimentos e IPC sin alimentos. Se advierte que estas ponderaciones pueden ser muy diferentes a las definitivas del DANE a partir del 2019.

9 Período que corresponde a la metodología de cálculo de la canasta al consumidor actual.

10 El índice de Laspeyres corresponde exactamente al observado y publicado por el DANE.

Cuadro R1.1
Ponderaciones utilizadas en el cálculo de los números índices

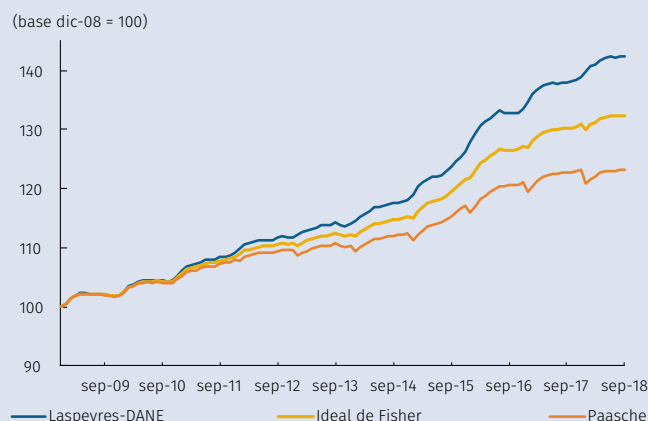
| Descripción | 2009 ^{a/} | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 ^{b/} |
|---------------|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------|
| Total | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Alimentos | 28,2 | 28,0 | 27,9 | 27,7 | 27,5 | 27,3 | 27,1 | 27,0 | 26,8 | 26,6 |
| Sin alimentos | 71,8 | 72,0 | 72,1 | 72,3 | 72,5 | 72,7 | 72,9 | 73,0 | 73,2 | 73,4 |

a/ Las ponderaciones de 2009 corresponden a las oficiales del IPC, base diciembre de 2008 = 100.

b/ Las ponderaciones de 2018 corresponden a las obtenidas de la Encuesta nacional de presupuesto de los hogares de 2016-2017, las cuales fueron indexadas con el IPC correspondiente hasta septiembre de 2018.

Fuente: DANE; cálculos de los autores.

Gráfico R1.1
Índices de precios al consumidor total
(ponderaciones del IPC- encuesta)



Fuente: DANE; cálculos de los autores.

más al índice verdadero de costo de vida, reduciendo el sesgo por sustitución.

El año pasado la inflación anual oficial (con Laspeyres) cerró en 4,09%, mientras que el índice de costo de vida (aproximado con el índice ideal de Fisher) terminó en 2,93%. Apparently, el índice de Laspeyres sobreestimó la inflación de 2017 en 1,16 pp, nivel levemente inferior a la meta de inflación de largo plazo (3,0%).

Por otra parte, el hecho de que la senda del sesgo de sustitución trace una pendiente positiva, sugiere que calcular el IPC con patrones de consumo de los hogares de años atrás tiende a generar sobreestimaciones en la inflación, por lo que sería ideal que el DANE intentara actualizar con más frecuencia la estructura de ponderaciones del IPC. Para evitar que se vayan acumulando sesgos al alza en el cálculo del IPC, ya son varios los países que vienen adelantando actualizaciones de las ponderaciones del IPC cada año: Italia, España, Inglaterra, Japón y Holanda. Estados Unidos, por su

Cuadro R1.2
Inflación total y sesgo de sustitución
(puntos porcentuales)

| Total | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 ^{a/} | Promedio |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------------|----------|
| Laspeyres-DANE | 2,00 | 3,17 | 3,73 | 2,44 | 1,94 | 3,66 | 6,77 | 5,75 | 4,09 | 3,07 | 3,66 |
| Ideal de Fisher | 1,91 | 3,06 | 3,38 | 1,97 | 1,35 | 2,74 | 5,46 | 4,57 | 2,93 | 1,72 | 2,91 |
| Paasche | 1,81 | 2,94 | 3,03 | 1,50 | 0,77 | 1,83 | 4,17 | 3,40 | 1,78 | 0,39 | 2,16 |
| Sesgo | 0,10 | 0,11 | 0,35 | 0,47 | 0,59 | 0,92 | 1,31 | 1,18 | 1,16 | 1,35 | 0,75 |

a/ Corresponde a la inflación año corrido a septiembre de 2018.

Fuente: DANE; cálculos de los autores.

parte, realiza actualizaciones bianuales de sus ponderaciones para calcular el IPC oficial.

Es importante mejorar periódicamente la producción del IPC en Colombia porque este indicador tiene implicaciones amplias sobre la economía del país. Por ejemplo, dejar acumular sesgos en la medición del IPC sobredimensiona la inflación, cuyo mayor nivel afecta el crecimiento de muchas variables reales de la economía y genera una indexación mayor en salarios, arriendos, servicios públicos, impuestos y balances contables, entre otros. Asimismo, una inflación sobredimensionada ancla las expectativas en valores altos, reduce la credibilidad de la conducción de la política monetaria y distorsiona la toma de decisiones de los agentes económicos.

Referencias

- Boldesen, C. (2011). Session 4: Calculation of elementary price indices. UNECE Workshop on Consumer Price Indices. Istanbul, Turkey.
- Fondo Monetario Internacional -FMI- (2006). Manual del índice de precios al consumidor: Teoría y Práctica. Washington, Fondo Monetario Internacional.
- Kalisch, D. (2017). Introduction of the 17th Series Australian Consumer Price Index. Australian Bureau of Statistics.
- Karsaulidze, L. (2018). Possible Reasons of Bias in Estimating the Cost of Living Index by the CPI. National Statistics Office of Georgia. Geneva, Switzerland.
- Lizardi, C. (2008). Sesgos de medición del índice nacional de precios al consumidor, 2002-2007. *Investigación Económica*, 67(266), 37-65.

04

Pronósticos de mediano plazo

En este *Informe* se redujo levemente la proyección de crecimiento del PIB para 2018. Las principales razones de esta revisión son la caída en la producción de algunas materias primas exportables y el mayor rezago de la recuperación de la inversión en construcción.

Para 2019 se espera que el PIB se siga recuperando, aunque la incertidumbre al respecto es elevada, en particular sobre las condiciones externas y el desempeño del sector de la construcción.

Para el final del año y comienzos del próximo se espera que la inflación anual al consumidor aumente levemente y se sitúe en 3,4%. Si bien en los primeros meses de 2019 se observarían algunos aumentos transitorios en los precios de los alimentos y los regulados debido a factores de oferta, las medidas de inflación básica mantendrían su convergencia al 3,0%.

4.1 Crecimiento económico para lo que resta de 2018 y 2019

La proyección de crecimiento de la actividad económica para este año presentada en este *Informe* fue revisada levemente a la baja con respecto a lo publicado un trimestre atrás. Como se reseñó en el capítulo 2, la información disponible sugiere que algunos de los riesgos bajistas contemplados en el pasado se han materializado, en particular aquellos relacionados con el desempeño de la demanda interna. No obstante, las proyecciones del equipo técnico para el comportamiento en 2019 de los fundamentales del sector externo, relevantes para el crecimiento de la economía colombiana, aunadas a unos supuestos de mejoría en el desempeño de la inversión en obras civiles, permiten prever una aceleración del crecimiento del PIB del próximo año hacia tasas cercanas a las que se estiman como el ritmo de expansión potencial de largo plazo de la economía.

Así las cosas, para este *Informe* el equipo técnico revisó su pronóstico de 2018 de 2,7% a 2,6. Para 2019 la cifra más probable de crecimiento será de 3,5%. Para ambos años

No se espera una recuperación significativa de la inversión de obras civiles en lo que resta de 2018.

los pronósticos están sesgados levemente hacia la parte inferior del rango, lo cual refleja el hecho de que algunos riesgos a la baja se han venido materializando a lo largo de este año y que posiblemente persistan hacia el próximo, como se explicará en detalle más adelante. Como es usual, el techo y el piso del rango de pronóstico son consistentes con los escenarios de la balanza de pagos presentados en el capítulo 1.

El ejercicio de pronóstico de crecimiento del PIB para 2018 contempla un menor dinamismo de la demanda interna que el implícito en las cifras presentadas en el anterior *Informe sobre Inflación*. En particular, y como se explicó en capítulos precedentes, la información disponible no permite prever que la reversión del choque de inversión de obras civiles se hubiese dado en el tercer trimestre y no parece probable que esto suceda plenamente en el cuarto. También, se revisó levemente a la baja el pronóstico de crecimiento del consumo privado para lo que resta del año. A lo anterior contribuyó el reciente deterioro de la confianza de los consumidores, el cual, de mantenerse, podría limitar las posibilidades de expansión de este rubro del PIB durante el tercer y cuarto trimestres.

Adicionalmente, si bien el crecimiento de nuestros principales socios comerciales ha sido positivo a lo largo del año, en trimestres recientes se han presentado signos de desaceleración económica en algunos de los países de la región. Por otro lado, a pesar del buen comportamiento reciente de los precios internacionales de los bienes básicos exportados por Colombia, estas alzas se siguen percibiendo como transitorias, por lo que su impacto sobre la inversión de estos sectores debe ser aún moderada. Además, aunque todavía hay un relativamente amplio acceso al financiamiento internacional, no se pueden desconocer los efectos de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos ni de las tensiones en sus relaciones comerciales con China sobre la volatilidad de los flujos de capital internacionales y sobre la percepción de riesgo hacia los mercados emergentes (incluyendo Colombia). Si bien estos aún continúan moderados, sí han ejercido presiones a la depreciación de las monedas de la región.

En este contexto, no se prevén aceleraciones importantes en el ritmo de crecimiento del PIB para lo que resta de 2018. En particular, la demanda interna continuaría registrando expansiones moderadas, similares a las observadas en lo corrido del año, por cuenta de un menor crecimiento del consumo del Gobierno hacia el cuarto trimestre. Este supuesto es coherente con lo presentado en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP), y sería acorde con el ajuste esperado en las cuentas fiscales del Gobierno Nacional Central (GNC) para cumplir con el déficit permitido por la regla fiscal. Por su parte, hacia finales de año el consumo privado se aceleraría un poco con respecto a lo observado hasta el tercer trimestre de 2018, pero continuaría registrando expansiones por debajo de su promedio histórico. Esto sería resultado, en gran medida, del aumento esperado para el renglón de bienes durables en el marco de la organización del XVI Salón Internacional del Automóvil en Bogotá.

El crecimiento de la demanda interna continuaría siendo moderado durante lo que resta de 2018.

Para el caso de la formación bruta de capital (FBC) también se observarían crecimientos moderados, aunque un poco más altos que en trimestres anteriores. Si bien se prevé un mejor desempeño de la inversión en bienes de capital, este no compensaría completamente la prolongación del mal momento de la inversión en construcción. Cabe señalar que la construcción tiene encadenamientos productivos significativos con otras ramas de actividad y que es un generador de empleo importante, por lo que un debilitamiento mayor o más persistente a lo previsto en este sector tiene efectos indirectos que podrían no estar contemplados en la senda central.

Asimismo, teniendo en cuenta los cambios en los supuestos de contexto externo explicados previamente, se prevén aumentos en el ritmo de crecimiento de las cuentas reales de comercio exterior para la segunda mitad del año en curso. En este sentido, las exportaciones reales mostrarían desempeños satisfactorios, por encima de la mayoría de componentes del PIB, por cuenta de la buena dinámica de las ventas de bienes no tradicionales y de servicios. Las importaciones, por su parte, serían jaladas por la mayor demanda de bienes de capital, de consumo durable y de materias primas, principalmente. Con lo anterior, las exportaciones netas seguirán contribuyendo de manera negativa a la expansión del PIB en lo que resta de 2018.

Los resultados del ejercicio de pronóstico del próximo año sugieren que el ritmo de crecimiento de la actividad económica se acelere un poco frente a este período. Los modelos empleados por el equipo técnico contemplan un contexto externo que sería todavía favorable en 2019 para el crecimiento del PIB, a pesar de que la economía enfrentaría menores términos de intercambio. Como se discutió en los supuestos de balanza de pagos del capítulo 1, las economías de nuestros principales socios comerciales crecerían a un ritmo similar al proyectado para este año, con lo que se mantendría la contribución de la demanda externa a la dinámica del PIB. Lo anterior sería reforzado por los efectos acumulados de la depreciación del tipo de cambio observada en meses recientes sobre la competitividad del sector transable de la economía. Además, y como se explicará enseguida, se prevén aumentos en la oferta de los sectores productores de bienes básicos exportados por Colombia (principalmente de carbón, café y, en alguna medida, de petróleo y ferroníquel). Todo lo anterior permite proyectar un buen comportamiento de las exportaciones reales en 2019, tanto de bienes tradicionales como de bienes no tradicionales y de servicios.

Con respecto al contexto interno, el equipo técnico prevé una aceleración de la absorción. A esta contribuiría, principalmente, la dinámica esperada para la inversión. En principio, se prevé un mejor desempeño de la FBC en 2019. El mayor aporte provendría del rubro de obras civiles, dadas las mejores perspectivas del comportamiento de la inversión en este renglón. En este sentido, para 2019 se espera que se superen en su mayoría los retrasos en los cierres financieros y las dificultades ambientales, pre-diales, sociales y de orden público que han afectado algunos proyectos

La formación bruta de capital crecería moderadamente, pero un poco más que en trimestres anteriores.

Durante 2019 se daría una aceleración de la absorción.

Para 2019 se prevé un mejor desempeño de la inversión en obras civiles.

de infraestructura en el marco de las vías de cuarta generación (4G). Además, se espera que los efectos acumulados de los incrementos observados en meses recientes en el precio internacional del crudo sobre la dinámica del ingreso nacional y sobre las actividades de exploración y explotación del sector contribuyan a la expansión de la inversión en bienes de capital y a la producción de petróleo. No obstante, es importante señalar que se mantienen las perspectivas de un estancamiento para el renglón de 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.

Por su parte, para todo 2019 se proyecta que el consumo privado continúe con la tendencia de recuperación gradual que mostró a lo largo de 2018. El comportamiento de este rubro se vería impulsado por el efecto multiplicador que tendría el mayor dinamismo de la inversión sobre el resto de sectores de la economía. En particular, dado lo anterior se prevé una recuperación de la generación de empleo, lo cual permitiría que el gasto de las familias continúe reportando una recuperación moderada de su crecimiento, pero constante. Asimismo, el pronóstico de crecimiento de la absorción supone una desaceleración del ritmo de expansión del consumo público frente a 2018. No obstante, este componente del PIB registraría una tasa de crecimiento anual algo por encima de la observada en promedio para el período 2014-2018. Este supuesto es afín con lo presentado en la versión más reciente del MFMP, y estaría acorde con el ajuste esperado del desbalance de las cuentas fiscales para cumplir con el déficit establecido por la regla fiscal.

Desde el punto de vista sectorial, la revisión a la baja de la estimación de crecimiento del PIB para todo 2018 se dio, principalmente, porque la producción de algunas materias primas se ha contraído y la construcción habría presentado una ralentización mayor a la estimada en el informe anterior. Para 2019 el pronóstico de crecimiento del PIB supone una mayor producción de materias primas exportables, debida, en parte, a una baja base de comparación en 2018 y un crecimiento positivo de la construcción, impulsado por la ejecución aplazada de los recursos de las 4G.

En el caso de la producción industrial, se prevé que en 2018 esta presente un crecimiento positivo, dado un entorno de expansión de los socios comerciales relativamente estable y de una tasa de cambio favorable para el sector. Este comportamiento continuaría durante 2019, apoyado en un crecimiento de socios que, según se anticipa, se mantendría el próximo año.

El pronóstico de crecimiento para 2019 supone una mayor producción de materias primas exportables y un crecimiento positivo de la construcción.

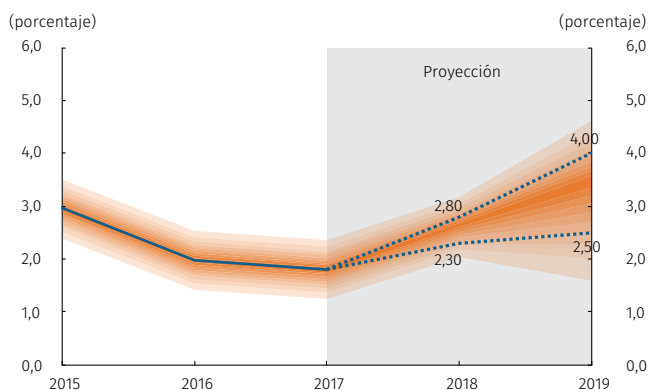
Para la producción agropecuaria, su expansión en este año también sería positiva, pero menor que la observada en 2017. Lo anterior se sustenta, principalmente, en un menor crecimiento de los cultivos (sobre todo de café), los cuales están siendo afectados por condiciones climáticas adversas. Sin embargo, hacia 2019 se espera una recuperación de la producción en cultivos como el café, lo cual debe contribuir a un buen desempeño del PIB agropecuario.

Con respecto al PIB minero, para todo 2018 se espera una contracción mayor a la prevista en el informe anterior, pero inferior a la de los dos años previos. La reducción en el crecimiento esperado de la rama se fundamenta en una proyección menor para la producción de carbón del año. Pese a la recuperación del precio de este producto, su producción presentó un importante retroceso durante el segundo trimestre, y esta tendencia podría continuar en lo que resta del año. Contrarrestando parcialmente este efecto, la producción petrolera crecería de forma modesta. Para 2019 se espera una expansión sectorial, dados el bajo nivel que alcanzó en 2018 y el impulso a corto y mediano plazos para la producción de petróleo y de carbón que implicarían los aumentos en los precios internacionales observados en meses recientes.

Por último, se espera un significativo deterioro de la construcción durante 2018. Lo anterior se debe, por un lado, a los retrasos en la construcción de varios proyectos de 4G, generados por la renegociación de varios contratos. La concreción de los cierres financieros para estos proyectos durante lo que resta del año en curso debería permitir un crecimiento positivo de este renglón en 2019. Por otro lado, el mal desempeño de la construcción de edificaciones durante el primer semestre y el de varios indicadores relacionados durante el tercer trimestre permite anticipar que este subsector no se recuperará de manera notable en lo que resta del año.

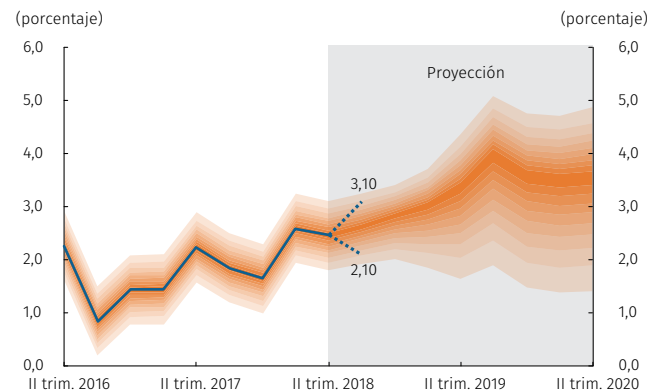
Como es usual, los pronósticos centrales presentados al inicio de este capítulo se acompañan de unos escenarios de alto y bajo crecimiento, los cuales están dentro del *fan chart* de crecimiento económico que se deriva de los modelos de mediano y largo plazos de la Gerencia Técnica. Dichos rangos son de entre 2,3% y 2,8% para 2018 y de entre 2,5% y 4,0% para 2019. En esta oportunidad la amplitud de los intervalos se mantiene elevada y, como se puede apreciar en los gráficos 4.1 y 4.2, los sesgos son a la baja para este y el próximo año. La senda central se redujo levemente para 2018 frente a la presentada en el informe trimestral anterior. El desempeño de la demanda interna y del contexto externo generan los principales riesgos a la baja sobre el pronóstico central. El Cuadro 4.1 presenta los rangos de probabilidad del *fan chart* de crecimiento del PIB.

Gráfico 4.1
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.2
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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

| Rango | 2018 | 2019 |
|----------------|-------|-------|
| <-1,0 | 0,00 | 0,01 |
| -1,0 - 0,0 | 0,00 | 0,16 |
| 0,0 -1,0 | 0,00 | 1,87 |
| 1,0 - 2,0 | 4,11 | 10,55 |
| 2,0 - 3,0 | 83,30 | 29,72 |
| 3,0 - 4,0 | 12,58 | 40,80 |
| > 4,0 | 0,00 | 16,89 |
| Entre 3 y 5 | 12,58 | 56,71 |
| Entre 2 y 4 | 95,89 | 70,52 |
| Entre 1, 5 y 3 | 87,32 | 36,82 |

Fuente: cálculos del Banco de la República.

En el contexto interno, el riesgo a la baja más importante es un desempeño más débil que el contemplado para la demanda interna, producto de una recuperación más lenta del sector de la construcción. Ello sería consecuencia de un nivel de ejecución de las obras civiles menor que el proyectado y de un deterioro de la construcción de edificaciones mayor que el esperado. Cabe señalar que la construcción tiene encadenamientos productivos significativos con otras ramas de actividad y es un generador de empleo importante, por lo que un debilitamiento mayor o más persistente a lo previsto en este sector tiene efectos indirectos que podrían no estar contemplados en la senda central.

En el contexto externo, los principales riesgos a la baja que pesan sobre el crecimiento interno son los relacionados con: 1) una menor demanda externa asociada con un menor crecimiento de los socios comerciales principales del país, y 2) costos de financiamiento externo más altos que los considerados en la senda central. En opinión del equipo técnico, la probabilidad de un escenario adverso en este sentido es mayor que en el Informe anterior. Adicionalmente, otro de los riesgos bajistas considerados es el relacionado con una senda del precio del petróleo más baja que la prevista en el escenario central de pronóstico.

4.2 Inflación

Para el tercer trimestre de este año, los resultados de la inflación anual al consumidor estuvieron por debajo de lo previsto en el *Informe sobre Inflación* de junio. Esto sucedió tanto en el caso del IPC total como en la inflación básica (medida a partir del IPC sin alimentos ni regulados) y en el IPC de alimentos. Tan solo en el caso del IPC de bienes y servicios regulados las cifras observadas superaron las previsiones del Banco.

Con estos antecedentes, en el presente *Informe* la senda central de pronóstico para la inflación total mantuvo una convergencia hacia la meta

del 3,0% en el mediano plazo, con algunas desviaciones transitorias de este nivel, asociadas con factores de oferta, como se explica más adelante. En particular, el pronóstico central para la inflación total disminuyó para lo que resta de 2018 y para la primera mitad de 2019, pero presentó leves aumentos en los trimestres siguientes, esto frente a lo presentado en el informe trimestral anterior.

Para la inflación básica el descenso en la proyección fue mayor y se presentó a lo largo de todo el horizonte de pronóstico. La convergencia al 3,0% debería lograrse en los próximos tres meses, y hacia 2019 se anticipan valores algo inferiores a esta cifra, que luego retornarían a la meta en 2020.

Es importante advertir que estos pronósticos no contemplan los efectos del proyecto de ley de financiamiento anunciado por el Gobierno, por cuanto el texto de dicho proyecto no se conocía aún al momento de producción de este *Informe*. En las proyecciones centrales tampoco se tienen en cuenta los efectos de una probable aparición de un fenómeno de El Niño hacia finales de este año y durante la primera mitad de 2019. Con posterioridad a la realización de los ejercicios de pronóstico para este *Informe*, se conoció que la probabilidad de que se presente este fenómeno se elevó al 90%. De acuerdo con los expertos, su intensidad sería débil o moderada, lo que no debería implicar efectos macroeconómicos ni variaciones significativas sobre los precios, según lo sugieren episodios similares en el pasado.

Teniendo en cuenta la advertencia anterior, el presente ejercicio de pronóstico muestra que, en lo que resta del año y en 2019, la inflación al consumidor seguirá sometida a presiones bajistas, derivadas de la presencia de excesos de capacidad productiva. Como se señala en la primera parte de este capítulo, la economía colombiana deberá continuar con una senda de recuperación gradual hacia su tasa de crecimiento potencial en 2019. Esto ocurriría de la mano de una recuperación de varios segmentos de la inversión, de los términos de intercambio y de un crecimiento de los socios comerciales aún favorable, todo bajo condiciones de financiamiento externo relativamente amplias, pese a los aumentos esperados en las tasas de interés externas. Aún así, el crecimiento previsto para 2019 (de 3,5% en el escenario central) es inferior al proyectado hace un trimestre y es insuficiente para eliminar plenamente los excesos de capacidad productiva que hoy en día persisten en la economía, algo que sí deberá suceder hacia 2020.

Por tanto, en el próximo año y medio la inflación al consumidor en Colombia continuará beneficiándose de la ausencia de presiones inflacionarias originadas en la demanda. Esta circunstancia deberá permitir la disminución de la inflación de no transables hacia niveles más cercanos al 3,0% y, gracias a ello, deberá facilitar la convergencia de la inflación total a la meta.

En lo que resta del año, la inflación al consumidor aumentaría un poco, de la mano de algunas presiones en alimentos y regulados. Sin embargo, no se alejaría mucho del 3,0%, nivel al que convergería en 2019.

Al menos hasta finales de 2019, se espera que no existan presiones inflacionarias originadas en la demanda.

Excesos de capacidad productiva en la economía ayudarán a contener las presiones alcistas sobre los precios al consumidor, provenientes, en especial, del frente cambiario.

Adicionalmente, la permanencia de excesos de capacidad productiva en la economía ayudará a contener presiones alcistas sobre los precios al consumidor, cuya principal fuente en los próximos trimestres deberá provenir del frente cambiario. En este *Informe* se vislumbran presiones a la depreciación del peso en el horizonte de pronóstico, que superan las anticipadas en el informe de junio. Aunque en esta oportunidad se revisó al alza el precio internacional del petróleo y de algunas otras materias primas de exportación de Colombia, aún se considera que los actuales niveles son relativamente altos y transitorios, y que hacia 2019 deberá observarse una corrección. A esto se suman los aumentos previstos en las tasas de interés externas y un retorno gradual de la prima de riesgo país hacia su valor promedio histórico, en un contexto de mayor incertidumbre acerca del desempeño de las economías emergentes, todo lo cual juega a favor de un peso más débil en el mediano plazo.

En principio, una depreciación del peso tiende a aumentar la inflación al consumidor en Colombia con un rezago entre uno y dos trimestres. El grado de dicha transmisión, sin embargo, depende del origen del choque cambiario y, sobre todo, de la fase del ciclo en que se encuentre la economía. Con una recuperación gradual de la demanda interna, como la que se prevé en los siguientes trimestres, donde los excesos de capacidad productiva no se superarían rápidamente, cabe esperar una escasa transmisión de la depreciación a los precios al consumidor, en especial si el ajuste cambiario es moderado, como se sigue considerando en este *Informe*. Por tanto, dado el entorno en el que se dan, además de su intensidad, las presiones cambiarias previstas no deberán desviar la inflación de su senda de convergencia al 3,0% en el horizonte de pronóstico.

Al igual que en el informe de junio, en el actual se siguen identificando dos fuentes de presiones alcistas sobre los precios al consumidor que obedecen a factores de oferta, y en principio son transitorias, por lo que solo deberían generar desviaciones temporales de la inflación de su senda de convergencia al 3%. Sin embargo, en la medida en que repercutan en la formación de expectativas y en la indexación, pueden tener algunos efectos permanentes.

Uno de estos choques de oferta guarda relación con los ajustes esperados en los precios de algunos servicios y bienes regulados. En esta oportunidad los pronósticos para estas variables aumentaron, lo cual obedeció, en buena parte, a la revisión que se efectuó en el precio externo del petróleo para lo que resta de 2018 y para 2019. Con un precio más alto aumentaron las proyecciones para el precio interno de los combustibles, con reajustes que superan la meta de inflación y los de la mayoría de bienes y servicios de la canasta del consumidor para los próximos trimestres. Dichos incrementos son más probables si, como es el caso de este *Informe*, no se espera que una apreciación del tipo de cambio compense las alzas en el precio externo del crudo, como sí sucedió en eventos anteriores.

Con un precio externo del petróleo más alto y una senda del tipo de cambio más depreciada, existen presiones al alza sobre los precios de los regulados.

En los regulados se esperan reajustes por encima del 3,0% durante el resto del año, y principalmente en 2019 también en las tarifas de energía. Esto último debido a las mayores inversiones que se requieren para ampliar la infraestructura de distribución de dicho servicio, las cuales deben ser cubiertas por las tarifas.

Así las cosas, en el caso del IPC de regulados, la senda central de este *Informe* prevé una variación anual que se mantiene por encima del 6,0% durante los próximos dos trimestres. A partir del segundo trimestre del próximo año debe empezar a descender de manera gradual, pero cerrando 2019 aún significativamente por encima del 3,0%, y solo convergiendo a este valor ya iniciado 2020.

El otro factor de oferta que debe influenciar la inflación al consumidor en lo que resta del año y en parte de 2019 está relacionado con el comportamiento del IPC de alimentos. Circunstancias como la estabilidad relativa exhibida por el tipo de cambio y los precios externos en trimestres anteriores se han traducido, hasta ahora, en escasos ajustes en los precios de un amplio conjunto de alimentos, sobre todo de aquellos de origen importado. Hacia futuro, sin embargo, se espera que estas condiciones sean menos favorables y tiendan a producir ajustes mayores en dichos precios. Por otro lado, en el caso de varios productos perecederos, los precios relativos han sido bajos en trimestres anteriores y, por tanto, deberían subir hacia finales de este año y comienzos del próximo, de acuerdo con el ciclo normal de la producción agropecuaria. Hacia 2020 el mismo ciclo también induce ajustes transitorios de precios de alimentos por encima de la meta. En todos los casos, el nivel más alto para el precio externo del petróleo previsto en este *Informe* tiende a generar aumentos en este segmento de la canasta por diversos canales, como ha sucedido en el pasado.

Las presiones alcistas por cuenta de los precios de regulados y alimentos estarán actuando en el cuarto trimestre de 2018, durante 2019 y parte de 2020. Estos factores retrasan la convergencia de la senda central de pronóstico de la inflación a la meta del 3,0% y generan algunas desviaciones temporales en 2020.

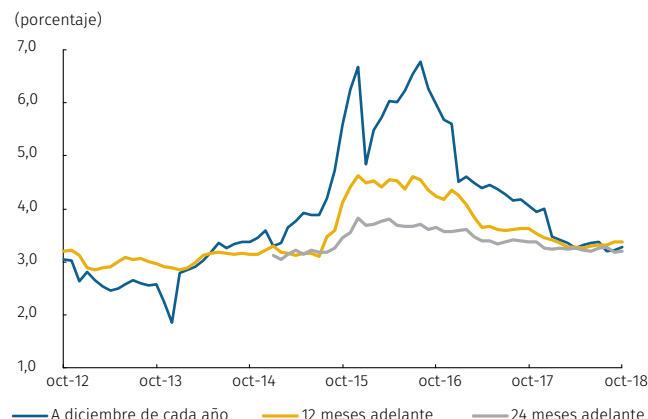
En este *Informe* el pronóstico central supone que los mecanismos de indexación tienen un menor papel en la formación de precios a comienzos de 2019, a diferencia de lo ocurrido en los años anteriores, y no impiden cumplir con la meta. Esto, entre otras razones, porque la inflación de finales de 2018 debe terminar cerca del 3,0%.

La senda proyectada de inflación también contempla unas expectativas a mediano plazo ancladas en la meta. Al respecto, los indicadores disponibles siguen mostrando unas expectativas de inflación cercanas a este valor. Según la *encuesta mensual de expectativas* efectuada en la segunda semana de octubre a los operadores del mercado financiero, la inflación esperada a doce, veinticuatro meses, y a diciembre de 2019

Se espera que el IPC de alimentos exhiba ajustes mayores a los recientemente registrados, en especial, en rubros de origen importado y en algunos perecederos.

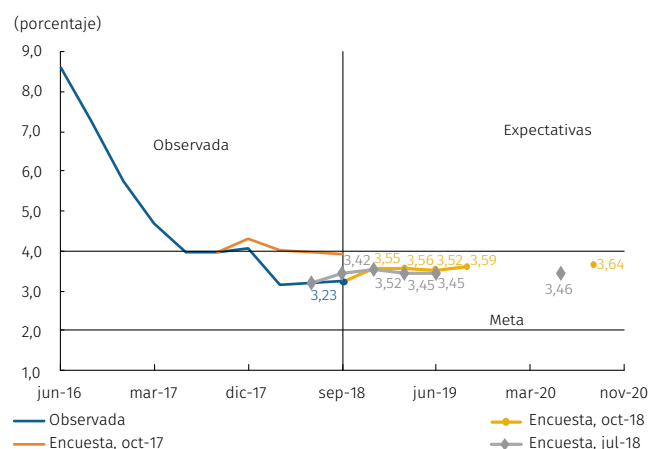
Se contemplan unas expectativas de inflación ancladas para el mediano y largo plazos.

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



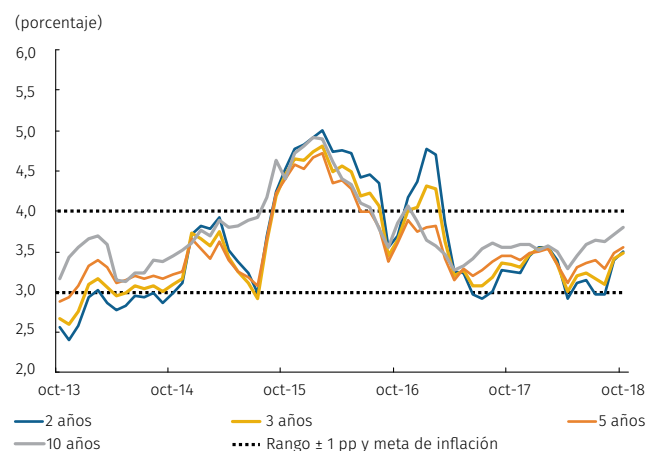
Fuente: Banco de la República.

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, cinco y diez años) (promedio mensual)^{a/}



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

es 3,4%, 3,2% y 3,3%, respectivamente, valores cercanos a los obtenidos un trimestre atrás (Gráfico 4.3). Para diciembre del presente año la inflación esperada es del 3,28%, inferior a la de hace tres meses (3,37%). Por su parte, la encuesta trimestral a empresarios, analistas y sindicatos, realizada también en octubre, muestra niveles algo más altos que los obtenidos a partir de la encuesta mensual, y mínimamente mayores a los esperados hace tres meses, situándose alrededor del 3,6% para todos los horizontes de pronóstico. En particular, a doce y a veinticuatro meses la encuesta mostró una inflación esperada precisamente de 3,6% (frente al 3,5% de la encuesta de julio, proyectado para ambos horizontes). Para diciembre de este año la cifra prevista es de 3,55% (Gráfico 4.4). Por su lado, la información más reciente obtenida a partir de la curva de rendimientos de los TES muestra unas expectativas de inflación a dos, tres y cinco años alrededor del 3,5%, algo mayores que las obtenidas a mediados de julio (Gráfico 4.5).

El aumento del precio del petróleo en meses anteriores y el mayor nivel esperado frente a lo considerado en el informe de junio implica mayores presiones sobre la inflación vía el canal de costos, algo que no estuvo presente en el ejercicio de pronóstico anterior. Estas presiones se habrían empezado a hacer presentes a finales del tercer trimestre, como se menciona en el capítulo 3 de este documento.

Con respecto a los salarios, la senda central de pronóstico de inflación no contempla presiones de importancia para 2019 ni para más adelante. Se estima que el mercado laboral seguirá relativamente holgado y que el crecimiento esperado de la economía para los siguientes trimestres no debe cambiar sustancialmente este panorama, por lo que se esperan ajustes salariales compatibles con el cumplimiento de la meta de inflación. Igualmente, los pronósticos suponen un ajuste para el salario mínimo que garantiza el mantenimiento de su poder adquisitivo.

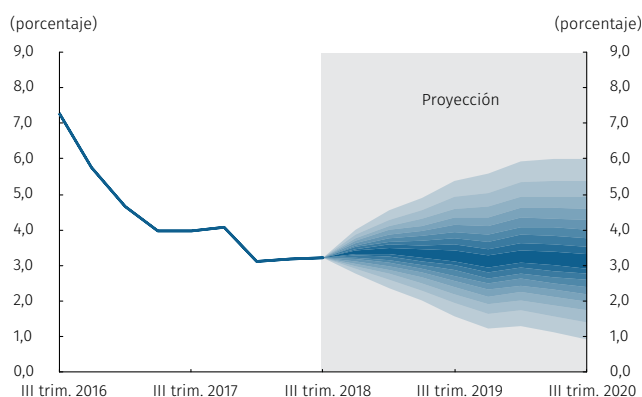
En síntesis, en lo que resta del año la inflación anual al consumidor aumentaría un poco, de la mano de algunas presiones en alimentos y regulados. Sin embargo, no se alejaría mucho del 3,0% y claramente estaría por debajo de lo alcanzado hace un año. En 2019 ella debe descender lenta-

mente en un comienzo, y luego más claramente hacia la segunda mitad del año, para terminar muy cerca del 3,0%.

4.3 Balance de riesgos

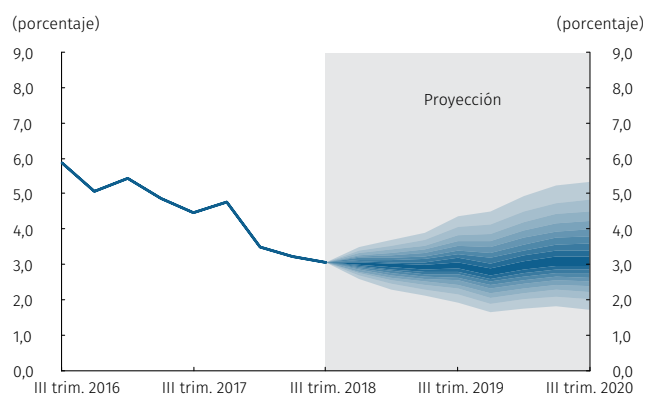
El balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos ni regulados se presenta en los *fan chart* de los gráficos 4.6 y 4.7. Para este *Informe* se estima un *fan chart* para la inflación total con sesgos al alza, un poco más acentuados a partir de la segunda mitad de 2019 que los identificados en la estimación del informe de junio de 2018. Esto, en parte, debido a que se incorporan nuevos riesgos sobre la depreciación del tipo de cambio.

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.

Como es usual, el balance de riesgos se construyó a partir de la senda central de pronóstico de la inflación anual total y de la de sin alimentos ni regulados, ambas derivadas del modelo Patacon. Los riesgos considerados en la construcción del *fan chart* se presentan a continuación.

Los principales riesgos al alza son:

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

Los principales sesgos al alza sobre la inflación provienen de un tipo de cambio más depreciado y unas condiciones climáticas menos favorables.

Varias circunstancias en el contexto externo podrían conducir a un tipo de cambio más depreciado que el contemplado en la senda central de pronóstico. Se destacan: 1) una caída más pronunciada del precio internacional del petróleo en los próximos trimestres; 2) costos de financiamiento externos más altos, y 3) una menor demanda externa. Ante estos eventos, las monedas de varias economías emergentes, incluido el peso colombiano, podrían resultar debilitadas, con el consiguiente impacto alcista sobre la inflación al consumidor vía el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios (*pass through*). La magnitud de esta

transmisión variará en cada situación, es decir, dependerá del origen del choque.

A continuación, se describen algunos eventos que podrían llevar a la materialización de estas situaciones:

1) En este *Informe* se contempla una reversión del precio internacional del petróleo a partir de 2019, de tal forma que este debería descender de niveles algo superiores a los USD 80 (barril de Brent) alcanzados a finales de septiembre, hasta un promedio de USD 73 por barril para el siguiente año. Esta corrección se apoya en los siguientes supuestos: la demanda global por el crudo continúa creciendo a un ritmo similar al de este año; se mantiene la disciplina de la OPEP en materia de cuotas exportadoras; las sanciones impuestas por los Estados Unidos a Irán impactan de forma importante su cuota exportadora de crudo, y continúan los descensos en la producción de algunos países, como Venezuela.

Sin embargo, como se discute más adelante, hay que tener en cuenta que en la actualidad pesan riesgos a la baja sobre el crecimiento mundial que pueden frenar el aumento de la demanda de crudo. Además, por el lado de la oferta, existe evidencia de que el mundo podría contar con una capacidad de producción mayor que la implícita en el pronóstico del precio para 2019. De esta forma, por ejemplo, no se puede descartar una erosión más acelerada del pacto de la OPEP, con aumentos, mayores que los previstos, de la producción por parte de Arabia Saudita o de países no socios, como Rusia y los Estados Unidos. También, es importante destacar que se podría dar una situación donde las sanciones anunciadas sobre Irán tengan un alcance menor que el esperado.

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 del *pass through*; por el otro lado, 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.

2) Las economías avanzadas han empezado a normalizar su política monetaria y se espera que continúen este camino. En particular, la Fed ha respondido a las recientes cifras favorables, observadas y esperadas, en materia de producción y empleo, principalmente, y a la presión al alza que esto ha ocasionado sobre la inflación al consumidor. De esta manera, dicha institución ha comunicado de forma más certera la intención de continuar elevando su tasa de interés de política. Frente a esto, el escenario central de pronóstico incorpora una senda creciente de la tasa de interés externa, como se explica en el capítulo 1 de este *Informe*; sin embargo, dado lo apretado que parece estar el mercado laboral en los

Los eventos que podrían materializar una senda de tipo de cambio más depreciada que la presentada en este *Informe* son: precio internacional del petróleo más bajo, costos de financiamiento externo más altos, y una menor demanda externa.

Estados Unidos, no se descartan mayores presiones sobre la inflación que las previstas, lo que podría llevar a un ritmo de aumentos en la tasa de interés de la Fed más rápido que el contemplado.

A lo anterior se suma la incertidumbre existente alrededor del comportamiento de la prima de riesgo de la economía colombiana, la cual, en la actualidad, se encuentra en niveles históricamente bajos. El escenario central supone un incremento lento pero sostenido del riesgo país, que retornaría a niveles históricos promedio. No obstante, en un entorno mundial en el que está aumentando la percepción de riesgo hacia las economías emergentes, no se puede descartar que algún choque, como, por ejemplo, el proveniente de un aumento inesperado en las tasas de la Fed, lleve a un incremento de la prima de riesgo mayor que el previsto.

En general, estas dos situaciones (la normalización de la política monetaria de los Estados Unidos y el incremento de la prima de riesgo de Colombia) se traducen en depreciación del peso colombiano, debido a que generan mayores costos de financiación externa y disminuyen el flujo de divisas que entra al país.

3) La senda central de pronóstico de este *Informe* incorpora una ligera desaceleración en el crecimiento de la demanda externa para 2019, respondiendo al menor dinamismo esperado de gran parte de las economías de la región, y de los Estados Unidos, Europa y China. No obstante, se podrían observar menores crecimientos que los considerados, en especial debido al incierto efecto que tendrían las barreras comerciales originadas en los Estados Unidos y a la incertidumbre que rodea el crecimiento de China. Nuevamente, esto 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.

Condiciones climáticas poco favorables que lleven a unos precios de los alimentos y regulados por encima de lo proyectado en la senda central de pronóstico

La proyección central de este *Informe* no incorpora presiones sobre los precios de los alimentos y de los regulados originadas en factores climáticos. Sin embargo, como ya se mencionó, recientemente algunas agencias meteorológicas han detectado aumentos significativos en la probabilidad de que se presente, en los próximos meses, un fenómeno de El Niño de intensidad leve o moderada. Así, la senda central de pronóstico enfrenta un riesgo al alza asociado con un clima adverso, en caso de que el fenómeno de El Niño se llegue a materializar y/o que su intensidad sea mayor que la anticipada. Esto tendría consecuencias sobre los precios al consumidor que, en principio, serían bajas si el fenómeno es de intensidad débil o moderada, pero altas en caso contrario, según se ha

**La probable
ocurrencia de
un fenómeno de
El Niño podría
generar presiones
inflacionarias,
especialmente
sobre los alimentos
y los regulados.**

observado en el pasado. Sin embargo, esta regularidad histórica también está sometida a incertidumbre. En cualquier caso, el mayor riesgo recae sobre los precios de los alimentos y regulados. Los primeros se podrían ver afectados por una reducción del área sembrada y de la productividad, y los segundos por un aumento en el costo de generación eléctrica, principalmente.

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 lo podría hacer de manera indirecta y más permanente, vía el impacto que estos eventos pueden tener sobre las expectativas y la activación de mecanismos de indexación.

El principal riesgo a la baja considerado en este *Informe* es:

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

En lo corrido del 2018 las obras civiles y la construcción de edificaciones han exhibido tasas de crecimiento anuales negativas. Para el primer caso, las cifras del segundo trimestre fueron mejores que las del primero, lo que supondría una recuperación de esta demanda, acorde con lo esperado para lo que resta del año. No obstante, aún persisten problemas asociados con el financiamiento y con retrasos en los proyectos, en especial en los de vías, lo que imprime un riesgo de un desempeño más bajo que lo proyectado en la senda central de este *Informe*.

Por su lado, la construcción de edificaciones se contrajo aún más en el segundo trimestre, y aunque se espera una leve recuperación, existe la posibilidad de que continúe con peor dinamismo en el año, en especial teniendo en cuenta los inventarios no vendidos en vivienda (para ingresos medios y altos), oficinas y locales.

De esta forma, en caso de materializarse un comportamiento inferior que el esperado para estos sectores, e incorporando los encadenamientos productivos y el papel en la generación de empleo que tienen estas actividades en toda la economía, se entraría en un escenario donde la demanda interna sería golpeada, ubicándose por debajo de lo proyectado en la senda central de pronóstico de este *Informe*. Esto, a su vez, retrasaría la eliminación de los excesos de capacidad productiva y tendería a generar mayores presiones a la baja sobre la inflación.

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

Acorde con el conjunto de riesgos presentado, el *fan chart* sugiere que la probabilidad de que la inflación total se ubique por debajo del 4,0% al final de 2018 creció a 95,1%, y esta se ubicó en 68,7% para 2019 (cuadros 4.2 y 4.3). No sobra mencionar que para el *fan chart* del presente *Informe* no se contempla el impacto de una eventual reforma tributaria para 2019 (o ley de financiamiento, como la ha denominado el Gobierno), ya que al

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 diciembre de 2017 | 47,8 |
| Informe de marzo de 2018 | 51,7 |
| Informe de junio de 2018 | 52,8 |
| Informe de septiembre de 2018 | 54,2 |

Fuente: cálculos del Banco de la República.

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

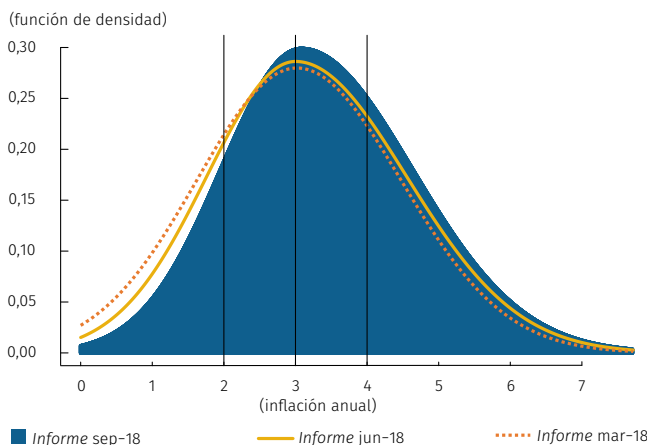
| Rango | 2018 | 2019 |
|-------------|------|------|
| <2,0 | 0,0 | 14,5 |
| 2,0 - 2,5 | 0,9 | 11,4 |
| 2,5 - 3,0 | 14,7 | 14,3 |
| 3,0 - 3,5 | 47,3 | 14,9 |
| 3,5 - 4,0 | 32,2 | 13,6 |
| >4,0 | 4,9 | 31,3 |
| Entre 2 y 4 | 95,1 | 54,2 |

Fuente: cálculos del Banco de la República.

momento de escritura de este *Informe* únicamente se conocía la intención del Gobierno de radicar en el Congreso una propuesta relacionada.

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 total.

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



Fuente: cálculos del Banco de la República.

05

Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo

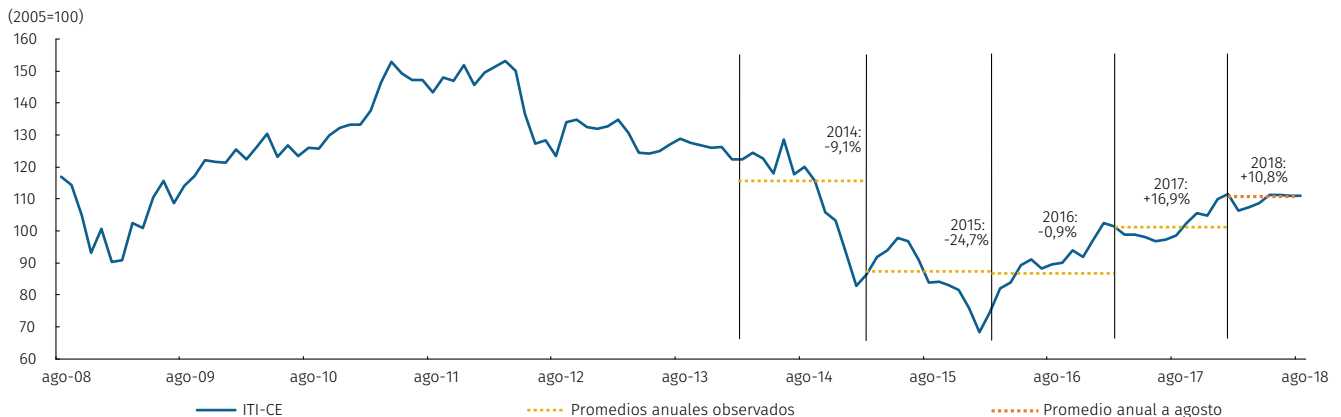
Los principales riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo provienen del frente externo.

Tener un esquema de inflación objetivo con flexibilidad cambiaria, cumplir con la regla fiscal, y mantener un sistema financiero saludable, entre otros, hacen más resiliente la economía a estos riesgos.

Como se ha documentado en informes pasados, desde mediados de 2014 la economía colombiana enfrentó fuertes choques externos e internos que pusieron a prueba la capacidad de respuesta de la política económica del país. En 2014 el ingreso nacional registró un fuerte deterioro debido a la caída abrupta del precio del petróleo y por la menor dinámica de la demanda externa de varios socios comerciales del país⁸ (Gráfico 5.1). En los siguientes dos años esto generó una depreciación del peso frente al dólar, la cual llegó a superar el 60%. En el contexto interno, el mayor nivel de gasto frente al ingreso se reflejó en una brecha de producto positiva, que en 2014 se situaba alrededor del 1,6%. Adicionalmente, a finales de 2015 se presentó uno de los fenómenos de El Niño más intensos de los últimos treinta años, el cual afectó la oferta de alimentos y elevó los precios de este grupo de forma significativa.

8 Afectados por el descenso en los precios de sus principales bienes básicos de exportación.

Gráfico 5.1
Términos de intercambio^{a/}



a/ Metodología comercio exterior.
Fuente: Banco de la República.

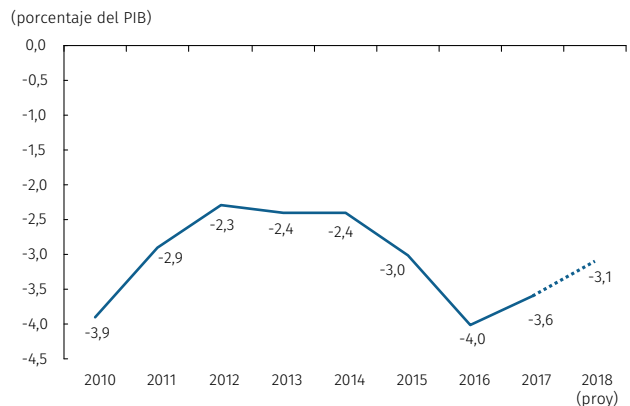
Como consecuencia, algunos desbalances macroeconómicos presentes en la economía colombiana se acentuaron, y otros se formaron. El déficit en la cuenta corriente, el endeudamiento total⁹ y el déficit del GNC, continuaron aumentando, y en 2015 alcanzaron niveles de 6,3%, y 61,9% y 3,0% (como proporción del PIB), respectivamente (Gráfico 5.2). La inflación anual, que entre enero de 2009 y diciembre de 2014 había registrado un promedio de 3%, se alejó en 2015 y parte de 2016, impulsada por los precios de los alimentos y por el traspaso de la depreciación del peso a los precios internos.

La flexibilidad cambiaria, los bajos descalces cambiarios del sector privado, la regla fiscal, la estrategia de inflación objetivo, y un sistema financiero solvente y saludable fueron fundamentales para enfrentar esos choques. Estos arreglos institucionales también ayudaron a mantener la confianza de los mercados y permitieron continuar con el acceso al financiamiento externo, contribuyendo al proceso de ajuste gradual y ordenado que registró la economía colombiana en los siguientes años. Las tasas de interés internacionales, en niveles históricamente bajos, también aportaron a este comportamiento.

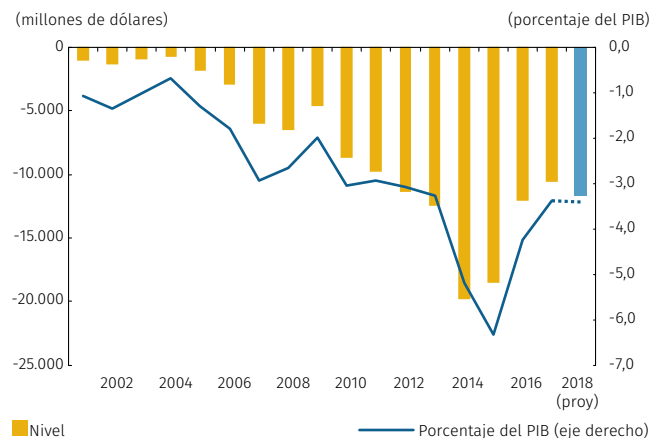
A partir de 2016 varios hechos explicaron el proceso de corrección del desbalance externo del país. Inicialmente, la fuerte depreciación acumulada

Gráfico 5.2
Déficit del gobierno nacional y de cuenta corriente

A. Déficit del gobierno nacional



B. Cuenta corriente



(proy): proyectado.
Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Banco de la República.

9 Hogares más empresas: incluye cartera bancaria en moneda nacional (M/N) y moneda extranjera (M/E), bonos emitidos por las firmas y crédito externo directo.

Los choques enfrentados fueron severos, tanto en magnitud como en persistencia y pusieron a prueba la capacidad de ajuste de la economía y la respuesta de la política macroeconómica.

del peso y la debilidad de la demanda interna generó una caída de las importaciones e incentivó las exportaciones no tradicionales. Posteriormente, se dio inicio a una fase de recuperación del precio internacional del petróleo, de los términos de intercambio y la demanda global, hechos que mejoraron los ingresos externos.

En el ámbito interno, la absorción también registró un proceso de ajuste significativo, explicado, en principio, por una caída de la inversión privada, en mayor medida la dirigida a la minería¹⁰. La alta inflación, que a mitad de 2016 bordeaba el 9%, le restó poder adquisitivo a las familias y deterioró la dinámica de su gasto. Los incrementos en la tasa de interés de referencia registrados en 2016¹¹, necesarios para reencausar la inflación y sus expectativas hacia la meta, también afectaron la dinámica de la demanda interna. En el frente fiscal, la reforma tributaria aprobada a finales de 2016 (necesaria para recuperar los ingresos del Gobierno), también les restó capacidad de compra a las familias en 2017.

De esta forma, 2016 y 2017 fueron años de ajuste macroeconómico durante los cuales el comportamiento del gasto de la economía se acomodó a la menor dinámica del ingreso nacional. El déficit de la cuenta corriente como porcentaje del PIB se redujo y llegó a 3,4% en 2017. El crecimiento económico se desaceleró y registró su menor valor en septiembre de 2016 (0,8%), y en todo 2017 fue de 1,8%. Las estimaciones sugieren que el crecimiento potencial de la economía también habría descendido y podría estar alrededor del 3,3%. Según estos cálculos, la brecha del producto se habría cerrado en 2016 y habría llegado a terreno negativo en 2017. Por su parte, la reforma tributaria que rige a partir de 2017 contribuyó a reducir el déficit del GNC como proporción del PIB desde 4,1% en 2016 hasta 3,6% en 2017; no obstante, el mayor servicio de la deuda externa e interna y los menores ingresos foráneos no permitieron que la corrección del déficit fuera mayor.

Los fundamentales económicos y los arreglos institucionales apropiados mantuvieron el acceso al financiamiento externo y la confianza de los mercados permitiendo un ajuste gradual y ordenado.

En materia de inflación, las acciones de política monetaria, las pocas presiones de demanda sobre los precios y el restablecimiento de la oferta de alimentos contribuyeron a que la inflación y sus expectativas iniciaran su convergencia a la meta. De esta forma, a finales de 2017 la inflación se situó en 4,08%, y las expectativas a uno y más años indicaban que esta seguiría con su camino hacia el 3%. Ante este entorno, y con excesos de capacidad instalada crecientes, la JDBR decidió, a lo largo de 2017, reducir la tasa de interés de referencia y llevarla hasta un terreno moderadamente expansivo¹².

10 Esta caída en la demanda, dirigida principalmente a bienes importados durables como maquinaria y equipo, también contribuyó a la corrección del desbalance externo.

11 Desde 4,5% en septiembre de 2015 hasta 7,75% en agosto de 2016.

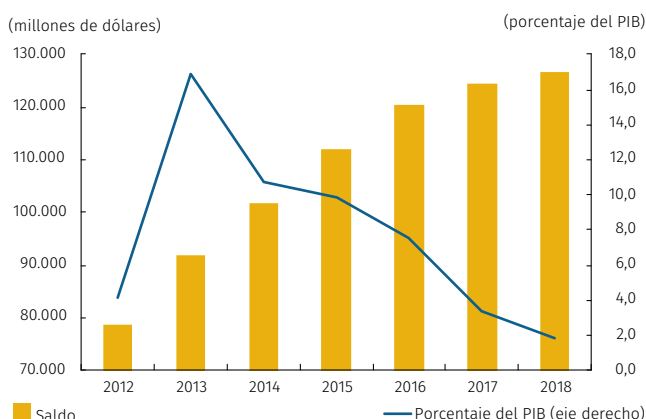
12 Desde 7,75% en noviembre de 2016 hasta 4,25% en abril de 2018.

Para todo 2018 las estimaciones indican que el déficit de la cuenta corriente como porcentaje del PIB sería similar al de un año atrás (3,4%). Este valor, aunque todavía dista de un nivel considerado como sostenible, refleja el proceso de convergencia. La expansión del PIB sería 2,6%, cifra todavía menor que el crecimiento potencial de la economía. El mercado laboral ha mostrado resiliencia a la debilidad de la actividad económica y ha mantenido tasas de desempleo sin mayores cambios¹³. La inflación, por su parte, finalizaría en 2018 cerca del 3%.

Con respecto a la deuda externa, en julio de 2018 su saldo alcanzó el 37,1% del PIB, superior al registrado cinco años atrás¹⁴. Si bien este rubro

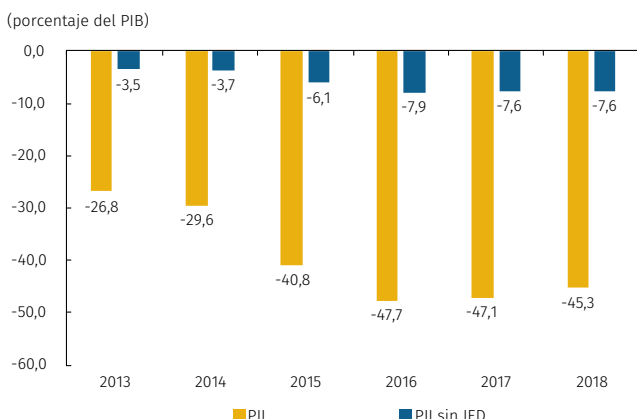
se incrementó de manera significativa en valores¹⁵, su crecimiento se ha desacelerado (Gráfico 5.3), en parte, como reflejo de la menor dinámica del gasto corriente. Adicionalmente, a pesar del mayor nivel de endeudamiento externo, este no se ha traducido en descalces cambiarios importantes en el agregado de la economía (Gráfico 5.4). En efecto, como lo muestra la posición de inversión internacional (PII), al descontar la IED y la inversión directa de colombianos en el exterior (IDCE)¹⁶, nuestra posición deudora neta con el exterior registra incrementos moderados. Estos hechos generan una mayor resiliencia de la economía ante un escenario de alta volatilidad cambiaria.

Gráfico 5.3
Saldo y crecimiento anual de la deuda externa



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.4
Posición de inversión internacional con y sin IED



Fuente: Banco de la República.

El crecimiento débil de la economía a largo de 2018 también se ha podido apreciar en el comportamiento de la cartera en moneda nacional (M/N). Los bajos incrementos de la cartera comercial en M/N, junto con la reducción observada de las tasas de interés de los préstamos dirigidos a este grupo, sugieren una demanda débil de crédito por parte de las empresas. La cartera dirigida a los hogares siguió desacelerándose debido al menor ritmo de aumento de los préstamos de consumo. La única cartera que mantiene un crecimiento de dos dígitos es la hipotecaria, préstamos que estarían siendo destinados principalmente a la compra de vivienda usada.

A pesar del buen comportamiento del crédito hipotecario, los precios de la vivienda nueva y usada

13 En los primeros nueve meses de 2018, en promedio la tasa de desempleo se ubicó alrededor de 9,5% y en las trece ciudades en 10,6%.

14 Un 22% en julio de 2013.

15 Al pasar de USD 78.784 m en diciembre de 2012 a USD 126.782 m a julio de 2018.

16 Por ser inversiones de largo plazo con baja volatilidad.

han registrado crecimientos inferiores a los observados antes de los choques. En efecto, al descontar la inflación, en 2013 crecían alrededor del 10% y actualmente se ubican en expansiones de entre 2% y 3% (Gráfico 5.5). La ralentización de los precios de la vivienda en los últimos dos años ha desestimulado nuevos proyectos y generado un menor valor agregado en el sector.

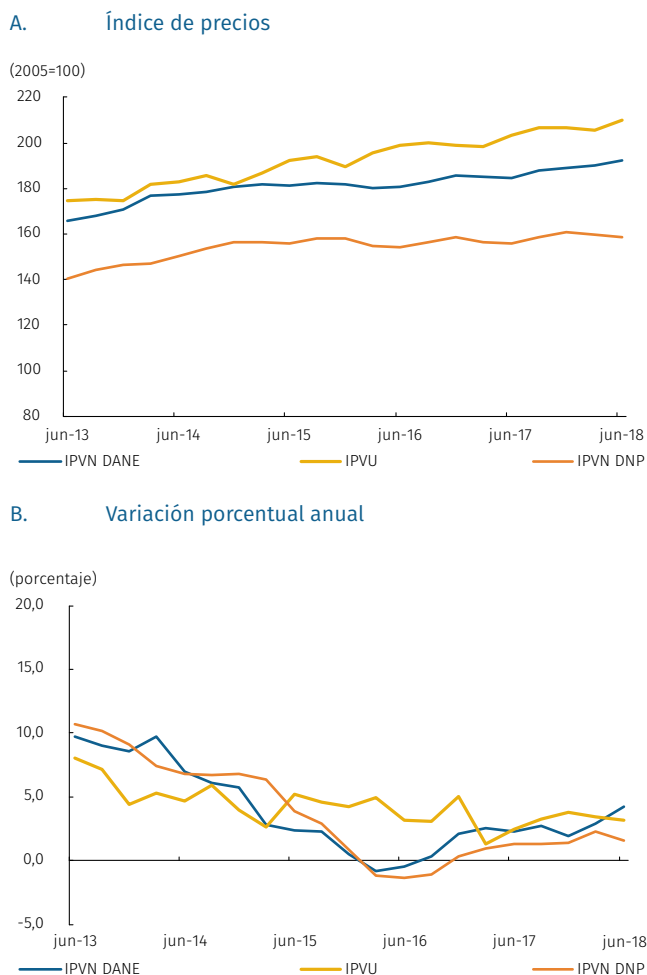
La menor dinámica del crédito externo e interno se ha reflejado en una deuda total de la economía, que se ha reducido como porcentaje del producto en los últimos dos años, pero que mantiene niveles que se pueden considerar como históricamente altos (Gráfico 5.6). Con respecto a la pública, se espera que la recuperación reciente de los precios del petróleo y los mayores niveles observados de la tasa de cambio nominal aumenten las rentas petroleras y contribuyan a la reducción del déficit fiscal, proyectado en 3,1% del PIB.

Con respecto a la salud de los establecimientos de crédito, según el *Reporte de Estabilidad Financiera* más reciente, estos mantienen indicadores sólidos de solvencia y liquidez, pese a la reducción en la rentabilidad y al bajo crecimiento del volumen de crédito. En materia de fondeo, el indicador de riesgo de liquidez sugiere que los establecimientos de crédito cuentan con niveles suficientes de recursos líquidos para cumplir con sus obligaciones de corto plazo. Además, se observa una leve recuperación de las fuentes de financiamiento tradicional.

La nueva estimación del índice de desbalance macroeconómico (IDM) para 2018 sugiere un leve repunte en el indicador, pero a niveles que se pueden calificar como históricamente bajos. Según este índice no observable, el desequilibrio más alto estaría en los precios de la vivienda y, en menor medida, en la cuenta corriente (Gráfico 5.7).

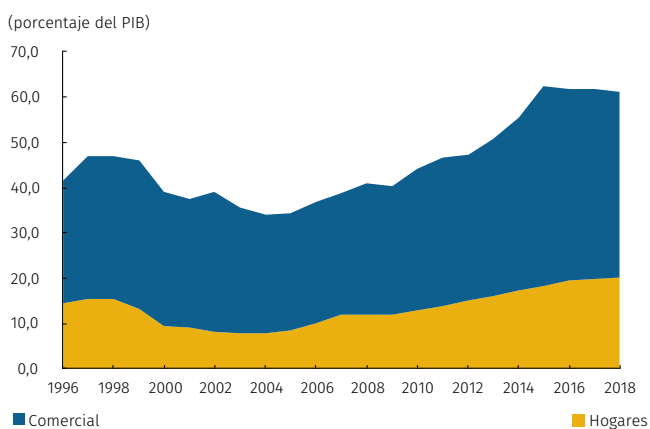
Hacia adelante existen varios riesgos que se ciñen sobre la estabilidad macroeconómica del país. Como se ha mencionado a lo largo de este *Informe*, la posibilidad de que la normalización de la política monetaria en los países avanzados se materialice a un ritmo o magnitud mayor que la esperada, podría generar presiones adicionales sobre la disponibilidad de recursos de financiamiento externo y sus costos. En efecto, las presiones inflacionarias

Gráfico 5.5
Índices de precios de la vivienda
(relativos al IPC)



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

Gráfico 5.6
Endeudamiento total^{a/} como porcentaje del PIB



a/ Incluye cartera bancaria (M/N y M/E), bonos y crédito externo directo. En 2018 se incluye información a septiembre.
Fuente: Banco de la República.

en los Estados Unidos podrían incrementarse debido, por ejemplo, a un mercado laboral más apretado, por aumentos en el precio de los combustibles, por mayores costos debido al incremento de los aranceles, o por el exceso de gasto público, entre otros. En un escenario como este, la Fed podría aumentar su tasa de interés de política más rápido que lo estimado, generando nuevas presiones hacia la depreciación de las monedas de las economías emergentes.

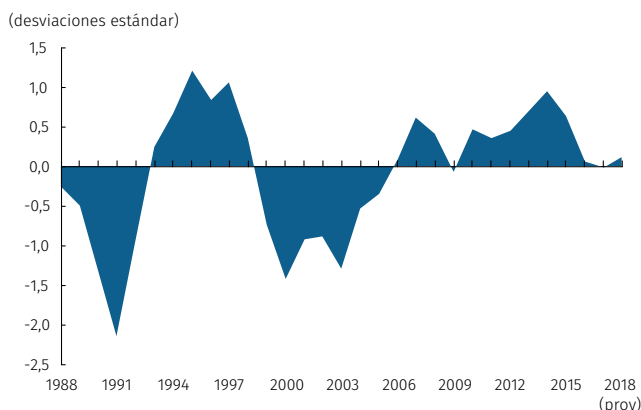
Al respecto, es importante tener en cuenta que las medidas de prima de riesgo para Colombia se han mantenido relativamente estables y registran niveles históricamente bajos. Esto, a pesar de la incertidumbre que pesa sobre las condiciones de financiación para los mercados emergentes y la volatilidad que han presentado los indicadores de riesgo y las monedas en algunos países de la región.

Incrementos inesperados en las tasas de interés externas o aumentos abruptos en las medidas de prima de riesgo del país podrían generar una depreciación elevada del peso o disminuir el flujo de capitales hacia el país. Un aumento elevado y no esperado en el costo de financiamiento externo, además de impactar las finanzas del sector público, podría ralentizar la recuperación de la inversión vía disminución de las importaciones. A esto se le sumaría el incremento de la inflación, si la devaluación no esperada se traslada a los precios internos, y aleja a las expectativas de inflación de la meta del 3%.

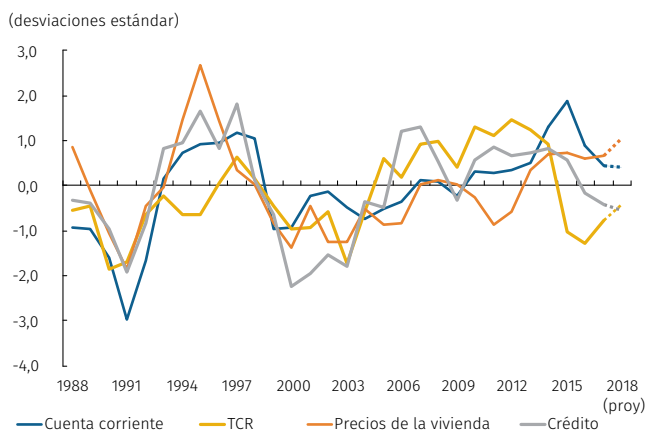
Otro riesgo a tener en cuenta es un deterioro de los ingresos externos que afecte el ingreso nacional y, por ende, la recuperación esperada del crecimiento económico en 2019. Las recientes tensiones en las relaciones comerciales de las grandes potencias, los cambios en el balance de la oferta del mercado mundial del petróleo y factores geopolíticos, entre otros, podrían generar una reducción, más allá de la esperada, de los precios de los principales bienes básicos que exporta el país, de manera que los términos de intercambio para Colombia no resulten tan favorables como se espera en este Informe. Adicionalmente, el crecimiento de los socios comerciales de Colombia ha venido mejorando en los últimos años y se espera que continúe en una senda de recuperación favorable para el comercio exterior colombiano. No obstante, persisten los riesgos de que la tendencia se reverse ante la incertidumbre sobre algunas economías emergentes y los efectos de las tensiones comerciales. Lo anterior implica un riesgo a la baja en la demanda externa para Colombia,

Gráfico 5.7
Índice de desbalance macroeconómico y brechas

A. Índice de desbalance macroeconómico



B. Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito^{a/}



(proy): proyectado.
a/ Las brechas se calculan como la diferencia entre el valor observado y la estimación del valor de largo plazo. Para la TCR se presenta el negativo de la misma, de forma tal que su brecha positiva indique necesidades de depreciación.
Fuente: Banco de la República.

que podría restar impulso al crecimiento por menores exportaciones, así como un menor aporte de los términos de intercambio al ingreso nacional.

A pesar de los riesgos mencionados, tener un esquema de inflación objetivo dentro de un marco de libre flotación cambiaria, cumplir con la regla fiscal, mantener un sistema financiero saludable y un nivel adecuado de reservas internacionales, aumentan la resiliencia de la economía colombiana ante choques externos y disminuyen el impacto negativo que la materialización de los posibles riesgos pueda tener sobre la economía colombiana.

Recuadro 2

Nuevas estimaciones de la tasa de interés neutral en Colombia

Anderson Grajales-Olarte
José David Pulido*

Identificar la postura de la política monetaria es de vital importancia en la toma de decisiones de consumo e inversión por parte de hogares y empresas. Cuando, por ejemplo, la política monetaria es expansiva, los agentes esperan un impulso en la demanda agregada, el cual, dependiendo del estado de la brecha del producto, puede generar presiones inflacionarias. Por tanto, contar con una manera de reconocer la postura de la política monetaria les permite a hogares y empresas tomar decisiones mejor informadas.

Una forma de inferir la postura de la política monetaria es comparando el nivel de la tasa de política establecida por el Banco de la República con el nivel de la tasa de interés neutral de la economía. La tasa de interés neutral, cuyo concepto se atribuye a Wicksell (1936), se define como aquella tasa que no genera presiones sobre la brecha del producto ni sobre la inflación. De esta forma, la postura monetaria se considera expansiva cuando el nivel de la tasa de política es inferior al nivel de la tasa neutral, mientras que se considera contractiva cuando aquella se encuentra por encima de la tasa neutral.

Una dificultad práctica surge cuando se trata de realizar la mencionada comparación: no es posible conocer con certeza el nivel de la tasa neutral. La tasa de interés neutral no es observable y, por tanto, su nivel y tendencia deben ser estimados. Irremediablemente, su nivel estimado presenta una considerable incertidumbre inherente a todo proceso de estimación, pero asociada con la elección de la metodología de estimación.

En la literatura económica existen varias metodologías que permiten estimar la tasa de interés neutral. Cada una de ellas cuenta con ventajas y desventajas, lo que dificulta alcanzar un consenso sobre cuál de los diferentes métodos para estimar la tasa de interés neutral es mejor (Magud y Tsounta, 2012). Teniendo en cuenta lo anterior, este recuadro presenta

un conjunto de estimaciones de la tasa de interés real neutral, según distintas metodologías, y que amplían y actualizan las presentadas en un Informe sobre Inflación previo (Amador y Beltrán, 2015). Estas incluyen enfoques estáticos (esto es, la tasa de interés neutral se estima como un valor constante de estado estacionario) y dinámicos (la tasa de interés neutral puede cambiar en el tiempo)¹.

Los métodos estáticos se basan en las condiciones de primer orden de modelos de suavización de consumo. Los métodos dinámicos incluyen tres metodologías: 1) filtro HP; 2) métodos basados en el cumplimiento de una ecuación macroeconómica de equilibrio (por ejemplo, la paridad descubierta de tasas), y 3) estimaciones por máxima verosimilitud (ML, por su sigla en inglés) de ecuaciones macroeconómicas simultáneas. Dentro de este último grupo, la metodología de referencia en la literatura es Laubach y Williams (2003), quienes estiman conjuntamente una IS dinámica, una curva de Phillips y una tasa de interés real neutral que depende del crecimiento potencial y otros choques². En esta nota se usa la extensión a Laubach y Williams (2003) para una economía abierta propuesta por Armelius *et al.* (2018), que incluye el canal de tasa de cambio real.

Otros modelos dinámicos incluyen una regla de Taylor, una estimación de la tasa neutral como un factor común entre tasas de interés de corto y de largo plazo y los modelos denominados *short-run*, *long-term* y *long-run*, *long-term* propuestos por Roberts (2018). En estos dos últimos modelos las tasas neutras se estiman con base en las tasas reales de instrumentos de largo plazo, específicamente con las tasas de los TES a diez años. Como señalan Mishkin (1996) y Roberts (2018), las tasas neutras de largo plazo pueden ser más importantes en las decisiones de gasto que las de corto plazo. Para hacer comparable su nivel con respecto a las demás metodologías, dichas tasas se normalizan por el *term-premium* del plazo considerado.

El Cuadro R2.1 presenta las estimaciones de la tasa de interés neutral real para 2018 empleando los métodos mencionados. Una breve descripción de cada metodología sigue a continuación. Los resultados dan cuenta de una considerable incertidumbre sobre el nivel puntual de la tasa de interés neutral real. Cabe decir que la amplitud del rango encontrado usando todos los métodos (entre 1,08% y 4,60%) se debe al valor extremo arrojado por el modelo de suavizamiento del consumo, el cual es conocido en la literatura³

* Los autores son investigadores junior del Departamento de Modelos Macroeconómicos. Las opiniones, posibles errores y omisiones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Los métodos acá considerados se presentan en Giammarioli y Valla (2004), Basdevant *et al.* (2004), Fuentes y Gredig (2007), Magud y Tsounta (2012) y Armelius *et al.* (2018).

2 Esta técnica calcula la tasa de interés real neutral como aquella consistente con un nivel de producto igual a su potencial y con una inflación estable.

3 Se trata del *equity premium puzzle*. Este se refiere a que la condición de Euler en un modelo de suavización del consumo suele generar tasas de interés muy altas para coeficientes de aversión al riesgo razonables (véase Cochrane, 2001).

Cuadro R2.1
Estimaciones de la tasa de interés neutral real para 2018

| Modelo | Estimación (2018) |
|--|-------------------|
| Modelos dinámicos: estimación por ML | |
| Armelius et al. (2018) | 1,44 |
| Long-run, "long term" ^{a/} | 2,00 |
| Factor común tasas de corto y largo plazo | 1,16 |
| Regla de Taylor dinámica | 1,72 |
| Modelos dinámicos: ecuaciones de equilibrio | |
| Paridad descubierta de tasas | 1,46 |
| Short-run, "long term" ^{a/} | 1,08 |
| Modelos dinámicos: filtros estadísticos | |
| Filtro HP | 1,59 |
| Modelos estáticos | |
| Suavizamiento del consumo | 4,60 |
| Suavizamiento del consumo con hábitos | 1,12 |
| Rango | 1,08 - 4,60 |
| Rango excluyendo extremos | 1,12 - 2,00 |
| Promedio | 1,80 |
| Promedio excluyendo extremos | 1,50 |
| Mediana | 1,46 |

Nota: el valor sombreado corresponde a la metodología de referencia en la literatura, que es una extensión de Laubach y Williams (2003) para una economía pequeña y abierta. Los métodos restantes se explican en Magud and Tsounta (2012) y en Roberts (2018).

a/ Los valores estimados se normalizan por el term-premium de los TES a 10 años.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

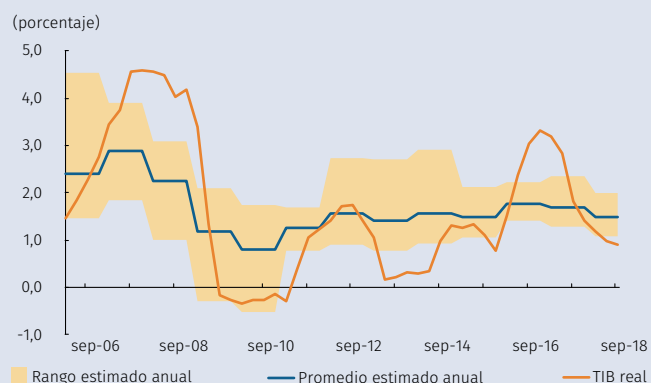
por generar un *puzzle*. Un rango más razonable (entre 1,12% y 2,0%) se obtiene descartando el máximo y el mínimo, lo que genera un nuevo promedio de 1,50%. Este valor es similar a la estimación del modelo de Armelius et al. (2018), el cual es el modelo de referencia en la literatura. El Gráfico R2.1 muestra una comparación de la evolución temporal del rango estimado por los modelos dinámicos para cada año de la muestra del promedio de dichas estimaciones y de la tasa interbancaria real (TIB real)⁴. Este contraste permite inferir la evolución de la postura de política monetaria en el tiempo.

1. Breve descripción de las metodologías

1.1 Armelius et al. (2018): Laubach y Williams (2003) con canal de tasa de cambio

Esta estimación se basa en el enfoque de Laubach y Williams (2003) pero ajustado para ser aplicado a economías pequeñas y abiertas, por lo que tiene en cuenta el canal de la tasa de cambio real. Esta metodología modela simultáneamente el producto (y), la tasa de interés real (r), el

Gráfico R2.1
Evolución temporal de las distintas estimaciones dinámicas de la tasa de interés real neutral



Fuente: cálculos del Banco de la República.

tipo de cambio real (q) y la inflación (π), variables que se vinculan mediante una curva de Phillips. Como en los casos de los modelos de factores no observados, se supone que el producto, la tasa de interés y la tasa de cambio tienen un componente de largo plazo y uno de brecha. A su vez, se supone que los componentes de largo plazo presentan un término autorregresivo. En particular, tenemos:

$$x_t = x_t^* + \tilde{x}_t \text{ para } x = y, q, r$$

$$r_t^* = c g_{t-1} + z_{t-1}$$

4 El rango mostrado en el Gráfico R2.1 se construyó teniendo en cuenta los valores máximos y mínimos arrojados por las distintas metodologías dinámicas. El rango no tiene en cuenta la incertidumbre asociada con la estimación puntual de cada una de las metodologías.

$$\begin{aligned} z_t &= z_{t-1} + \varepsilon_t^z, \\ q_t^* &= q_{t-1}^* + \varepsilon_t^q, \\ y_t^* &= y_{t-1}^* + g_{t-1} + \varepsilon_t^y, \\ \tilde{g}_t &= g_{t-1} + \varepsilon_t^g, \\ \tilde{x}_t &= \varphi_{x1} \tilde{y}_{t-1} + \varphi_{x2} r_{t-1} + \varphi_{x3} q_{t-1} + \varepsilon_t^x \text{ para } x = y, q, r \\ \pi_t &= \delta_\pi \pi_{t-1} + \delta_q \Delta q_{t-1} + \delta_y \tilde{y}_t + \varepsilon_t^\pi \end{aligned}$$

donde c y los diferentes phis y deltas son parámetros a estimar; variables con asterisco representan valores de largo plazo, y con virgulilla representan brechas; g es el crecimiento del PIB potencial y los épsilons representan residuos. En la estimación se aplican métodos bayesianos usando cuatro variables observadas: una tasa de interés real (+TIB deflactada usando las expectativas de analistas), el PIB real, la inflación y un tipo de cambio real (ITCR-T-IPC)⁵.

1.2 Tasas de interés long-run, long-term y short-run, long-term

Esta estimación se basa en Roberts (2018). En esta metodología el término *run* se refiere al horizonte sobre el cual la tasa de interés estabiliza el producto. De esta forma, una tasa *short-run* estabiliza el producto período a período, mientras que una *long-run* lo hace en el largo plazo. *Term* se refiere al vencimiento del instrumento asociado con la tasa de interés. Así, una tasa *short-term* se calcula, e. g., usando la TIB; una *long-term* usa, e. g., la tasa TES a diez años.

La tasa de interés neutral real *short-run, long-term* se calcula a partir de una curva IS para economía cerrada, dada por:

$$gap_t = \eta gap_{t-1} - (\sigma R_t - R_t^n),$$

y, por tanto,

$$R_t^n = R_t + \frac{gap_t - \eta gap_{t-1}}{\sigma},$$

donde R es la tasa real de los TES a diez años (deflactada usando expectativas de inflación a diez años); gap es el del producto, $\eta=0,4697$ y $\sigma=0,75^6$.

El componente *long-run* de la tasa *long-term* se calcula usando un filtro de Kalman en donde se supone que el componente de largo plazo sigue una caminata aleatoria, mientras que el componente cíclico es autorregresivo de orden 1:

$$\begin{aligned} R_t^n &= \bar{R}^n + cyc_t, \\ \bar{R}_t^n &= \bar{R}_{t-1}^n + \varepsilon_t, \\ cyc_t &= acyc_{t-1} + v_t \end{aligned}$$

Con el objetivo de hacer estas tasas de largo plazo comparables con las de corto plazo se normalizan restándoles el *term-premium* de diez años.

1.3 Factor común de tasas de corto y largo plazos

En esta estimación, que sigue a Basdevant *et al.* (2004), se supone que existe una tendencia común entre las tasas de interés nominales de corto (r_t) y largo (R_t) plazos, que representa la tasa de interés neutral (r_t^*). Así, es posible escribir:

$$\begin{aligned} r_t &= r_t^* + \pi_t^e + \varepsilon_{rt} \\ R_t &= r_t^* + \alpha_t + \pi_t^e + \varepsilon_{Rt} \end{aligned}$$

Donde α_t representa el *term-premium* y π_t^e la inflación esperada. El comportamiento de la tendencia común y el *term-premium* se modelan como procesos autorregresivos de orden 1:

$$\begin{aligned} r_t^* &= r_{t-1}^* + v_{rt} \\ \alpha_t &= \lambda_0 + \lambda_1 \alpha_{t-1} + v_{t,2} \end{aligned}$$

El sistema es estimado mediante un filtro de Kalman utilizando la TIB, los TES a diez años y las expectativas de inflación de la encuesta del Banco de la República.

1.4 Regla de Taylor dinámica

En este modelo, cuya especificación sigue a Magud y Tsounta (2012), la tasa de interés neutral se deduce de una regla de política en la que la tasa de intervención (r_t) responde a la brecha del producto (\tilde{y}_t) y a desviaciones de la inflación (π_t) con respecto a la meta ($\bar{\pi}_t$). A su vez, la tasa neutral sigue una caminata aleatoria con un *drift* (s_t) que varía en el tiempo. Así, la representación de estado-espacio está dada por:

$$\begin{aligned} r_t &= r_t^* + \beta(\pi_t - \bar{\pi}_t) + \theta \tilde{y}_t + \varepsilon_t \\ r_t^* &= r_{t-1}^* + s_{t-1} \\ s_t &= s_{t-1} + v_t \end{aligned}$$

El sistema se estima mediante un filtro de Kalman utilizando la TIB, la inflación sin alimentos observada, la meta trimestralizada y la brecha de producto estimada por el Departamento de Programación e Inflación.

1.5 Paridad descubierta de tasas de interés

En esta estimación la tasa real neutral interna iguala la suma de la tasa de interés real neutral externa, la prima de riesgo tendencial y la tasa de depreciación real tendencial. Para la tasa neutral externa, se utiliza como *proxy* la estimación realizada por Laubach y Williams (2003) para los Estados Unidos, que se actualiza periódicamente. En el caso de la prima de riesgo tendencial, esta corresponde a una estimación de la tendencia de mediano plazo sobre el *spread*

5 Los *priors*, tanto su distribución como sus momentos, se construyeron con base en Armelius *et al.* (2018).

6 El valor para σ es el utilizado en Roberts (2018) y corresponde a valores estimados en varios modelos DSGE para los Estados Unidos. Para el caso de η corresponde a una estimación sobre la persistencia de la brecha del producto en Colombia.

de los *credit default swaps* para Colombia con plazo a cinco años. Se supone que la depreciación real tendencial es 0.

1.6 Modelos de suavización del consumo

En estos modelos la tasa neutral de interés se obtiene como un valor de estado estacionario a partir de la log-linealización de la condición de Euler de un modelo de suavización de consumo. Para un modelo sin hábitos de consumo, se obtiene:

$$r^* = -\ln\beta + \gamma E(\Delta \ln y_{t+1}) - (\gamma^2/2) \text{VAR}(\Delta \ln y_{t+1})$$

Donde r^* es la tasa de interés neutral, β es el factor de descuento que se supone entre 0,97 y 0,99 y el coeficiente de aversión relativa al riesgo que se supone entre 1 y 2. Por su parte, la tasa de crecimiento esperado del producto per cápita $E(\Delta \ln y_{t+1})$ y su varianza $\text{VAR}(\Delta \ln y_{t+1})$ se aproximan con la media y la varianza de la tasa de crecimiento del PIB potencial per cápita estimado por el Departamento de Programación e Inflación.

Para el modelo con hábitos de consumo, de la log-linealización se obtiene:

$$r^* = -\ln\beta + \gamma E(\Delta \ln y_{t+1}) - (\gamma^2/2)(1-\varphi)$$

Donde φ , un parámetro que mide los hábitos en el consumo, se supone entre 0,94 y 0,96. En ambos modelos, la calibración de los parámetros sigue a Fuentes y Gredig (2007), y la tasa de interés neutral estimada corresponde al valor promedio encontrado en la cuadrícula de parámetros.

Referencias

- Amador S. y P. A. Beltrán. (2015), "Estimaciones de la tasa natural de interés en Colombia", *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2015, pp. 67-72, Banco de la República.
- Armeliuss, H.; Solberger, M.; Spånberg, E. (2018). "Is the Swedish Neutral Interest Rate Affected by International Developments?", *Economic Review*, vol. 1, pp. 22-37, Sveriges Riksbank.
- Basdevant, O.; Bjorksten, N.; Karagedikli, O. (2004). "Estimating a Time Varying Neutral Real Interest Rate for New Zealand", Discussion Paper, núm. 2004/01, Reserve Bank of New Zealand.
- Cochrane, J. H., (2001). *Asset Pricing*, New Jersey: Princeton University Press.
- Fuentes, R., and F. Gredig (2007). "Estimating the Chilean Natural Rate of Interest", Working Paper, núm. 448, Banco Central de Chile.
- Giammarioli, N.; Valla, N. (2004). "The Natural Real Interest Rate and Monetary Policy: A Review", *Journal of Policy Modeling*, vol. 26, pp. 641-660.
- Laubach, T.; Williams, J. (2003). "Measuring the Natural Rate of Interest", *The Review of Economics and Statistics*, núm. 85, pp. 1063-1070.
- Magud, M. N. E.; Tsounta, E. (2012), "To Cut or Not To Cut? That is The (Central Bank's) Question", Working Paper, núm. 12-243, IMF.
- Mishkin, F. S. (1996), "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy", Working Paper, núm. 5464, National Bureau of Economic Research.
- Roberts, J. M. (2018) "An Estimate of the Long-Term Neutral Rate of Interest", FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, Estados Unidos.
- Wicksell, K. (1936) *Interest and Prices*, London: Macmillian.

Anexo Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros

En este anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2018 y 2019. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 25 de octubre de 2018.

1. Proyecciones para 2018

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 2,7%, superior al estimado en el Informe sobre Inflación del trimestre anterior (2,6%). Por su parte, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 2,8%, similar a la estimada en el Informe sobre Inflación del trimestre anterior (2,7%).

En cuanto a los precios, los analistas locales estiman una inflación del 3,3% igual al valor registrado en el informe anterior. Por su parte, los extranjeros también prevén una cifra al finalizar el año del

Cuadro A1
Proyecciones para 2018

| | Crecimiento del PIB real (porcentaje) | Inflación IPC | Tasa de cambio nominal fin de | DTF nominal (porcentaje) | Déficit fiscal (porcentaje del PIB) | Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje) |
|---------------------------------------|--|---------------|-------------------------------|--------------------------|-------------------------------------|--|
| Analistas locales | | | | | | |
| Alianza Valores ^{a/} | 3,1 | 3,5 | 3.100 | 4,5 | 3,1 | 9,3 |
| ANIF ^{a/} | 2,7 | 3,3 | n.d. | 4,5 | 3,1 | 10,8 |
| Banco de Bogotá ^{a/} | 2,5 | 3,2 | 3.000 | 4,5 | 3,1 | 10,4 |
| Bancolombia ^{a/} | 2,6 | 3,4 | 3.060 | 4,5 | 3,1 | 9,7 |
| BBVA Colombia ^{a/} | 2,6 | 3,3 | 2.960 | 4,5 | 3,1 | 9,8 |
| BTG Pactual | 2,5 | 3,3 | 3.028 | n.d. | 3,1 | 9,1 |
| Corficolombiana | 2,8 | 3,3 | 2.900 | 4,5 | 2,4 | 9,5 |
| Corredores Davivienda ^{a/b/} | 2,7 | 3,4 | 3.050 | 4,5 | 3,1 | 10,1 |
| Credicorp Capital ^{c/} | 2,8 | 3,2 | 2.950 | 4,4 | 2,2 | 10,3 |
| Davivienda ^{a/} | 2,7 | 3,4 | 3.050 | 4,5 | 3,1 | 10,1 |
| Fedesarrollo ^{a/} | 2,9 | 3,3 | n.d. | n.d. | 3,1 | n.d. |
| Itaú ^{a/d/} | 2,7 | 3,2 | 2.890 | 4,3 | 3,1 | 9,4 |
| Ultraserfinco ^{e/} | 2,6 | 3,2 | 2.890 | 4,6 | 3,3 | 12,5 |
| Promedio | 2,7 | 3,3 | 2.989 | 4,5 | 3,0 | 10,1 |
| Analistas externos | | | | | | |
| Citibank-Colombia ^{a/} | 2,5 | 3,3 | 3.059 | 4,4 | 3,1 | 10,3 |
| Deutsche Bank | 2,8 | 3,2 | n.d. | n.d. | 3,1 | 9,4 |
| Goldman Sachs | 3,0 | 3,2 | 2.850 | n.d. | 3,1 | n.d. |
| JP Morgan | 2,9 | 3,4 | 3.050 | n.d. | 3,1 | n.d. |
| Promedio | 2,8 | 3,3 | 2.986 | 4,4 | 3,1 | 9,9 |

n.d.: no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antiguo Corredores Asociados.

c/ Antiguo Correal.

d/ Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

e/ Antiguo Ultrabursátiles.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2019

| | Crecimiento del PIB real (porcentaje) | Inflación IPC | Tasa de cambio nominal fin de |
|-------------------------------------|--|---------------|----------------------------------|
| Analistas locales | | | |
| Alianza Valores | 3,5 | 3,8 | 3.200 |
| ANIF | 3,3 | 3,5 | n.d. |
| Banco de Bogotá | 3,0 | 3,0 | 3.050 |
| Bancolombia | 3,2 | 3,4 | 3.130 |
| BBVA Colombia | 3,3 | 3,2 | 2.900 |
| BGT Pactual | 3,4 | 3,3 | 3.074 |
| Corficolombiana | 3,4 | 3,5 | 2.980 |
| Corredores Davivienda ^{a/} | 3,2 | 3,6 | n.d. |
| Credicorp Capital ^{b/} | 3,3 | 3,3 | 2.800 |
| Davivienda | 3,2 | 3,6 | n.d. |
| Fedesarrollo | 3,5 | 3,2 | n.d. |
| Itaú ^{c/} | 3,5 | 3,0 | 2.930 |
| Ultraserfinco ^{d/} | 3,1 | 3,2 | 3.000 |
| Promedio | 3,3 | 3,3 | 3.007 |
| Analistas externos | | | |
| Citibank-Colombia | 3,1 | 3,0 | 3.046 |
| Deutsche Bank | 3,6 | 3,4 | n.d. |
| Goldman Sachs | 3,5 | 3,0 | 2.700 |
| JP Morgan | 3,4 | 3,5 | 3.125 |
| Promedio | 3,4 | 3,2 | 2.957 |

n.d.: no disponible

a/ Antiguo Corredores Asociados.

b/ Antiguo Correval.

c/ Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

d/ Antiguo Ultrabursátiles.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

3,3%. 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 2018, pero por encima de la meta de inflación de largo plazo (3,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio COP2.989 frente a los COP2.921 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP2.986 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,5%, adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,1%.

2. Proyecciones para 2019

Para 2019 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 3,3% y los extranjeros uno de 3,4%. Con respecto a la inflación, los analistas locales la proyectan en 3,3%, y los extranjeros en 3,2%. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP3.007 y las externas de COP2.957.