



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

Informe de política monetaria



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

Informe de política monetaria

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica

NOVIEMBRE DE 2018

Informe de Política Monetaria - diciembre de 2018

I. Contexto externo

Hasta el tercer trimestre las condiciones externas favorecieron el desempeño de la economía colombiana. Sin embargo, en los últimos meses las cifras observadas y proyectadas del precio del petróleo cayeron y las del crecimiento promedio de los socios comerciales se moderaron. En este entorno se ha observado un aumento de las primas de riesgo y de la tasa de cambio del país, y se espera un menor aumento en las tasas de interés internacionales frente a lo previsto en el informe anterior. Las nuevas estimaciones indican que el ajuste del desbalance externo se habría detenido en 2018 y que el déficit en la cuenta corriente se ampliaría un poco en 2019.

1. En los últimos meses el precio del petróleo cayó desde USD 85 por barril en la primera semana de octubre hasta USD 61 por barril en las últimas semanas. Este descenso fue resultado, en gran medida, de factores de oferta, entre los cuales se destaca el incremento de la producción de los Estados Unidos, Arabia Saudita y Rusia, y la flexibilización de las sanciones a las exportaciones de crudo de Irán. A lo anterior se sumaron las preocupaciones en torno al crecimiento económico global que han derivado en unas perspectivas más débiles de demanda global por crudo. En los informes anteriores se esperaba un descenso en esta variable, pero no tan pronto y marcado como se ha observado.
2. Por otro lado, el estrés en los mercados financieros internacionales continuó, y se ha reflejado, entre otras cosas, en caídas en la mayoría de los índices accionarios. Esto ha sido resultado de diversos factores como una mayor preocupación por una posible desaceleración económica global, la incertidumbre en torno al conflicto comercial entre los Estados Unidos y China, y la situación en Europa por cuenta de la problemática fiscal en Italia y el *Brexit*.
3. Lo anterior ha resultado en un incremento moderado de las primas de riesgo país de varias de las economías de la región, incluida Colombia.
4. Como resultado de la reciente caída de los precios del petróleo, la inflación en las economías avanzadas ha cedido terreno en el último mes y se sitúan en niveles cercanos a su meta de largo plazo. Así, se espera que continúe en estos países el proceso de normalización de la política monetaria, aunque de manera más lenta que lo previsto anteriormente. En esta dirección apuntan los últimos anuncios por parte del presidente de la Fed sobre la cercanía de la tasa a su nivel neutral.

Escenario central o más probable (Cuadro 1)

5. En este informe se revisó levemente a la baja el pronóstico de crecimiento promedio de los socios comerciales para 2018 y 2019 a 2,5% y 2,4% respectivamente (ver cuadro 1). Estas tasas siguen siendo superiores a las observadas en 2015 y 2016 (1,85% en promedio).

6. En Estados Unidos la inflación ha disminuido en el último mes debido, en gran medida, a los menores precios del petróleo. Por otro lado, el mercado laboral sigue fuerte, con una tasa de desempleo que se sitúa en un mínimo de casi 50 años, presionando moderadamente al alza los salarios.
7. Teniendo en cuenta lo anterior, se espera que la Fed siga con su estrategia de incremento de tasas. No obstante, los últimos anuncios por parte de la Fed sobre la cercanía de la tasa de interés a su nivel neutral, en medio de unos indicadores económicos que han estado por debajo de lo esperado y unos menores precios del petróleo, muestran que dicha normalización se daría más lentamente que lo anunciado en el mes de octubre. Así, en línea con lo esperado, en su reunión del 19 de diciembre de 2018, la Fed incrementó su tasa de interés en 25 puntos base (pb) ubicándose en un rango de 2,25% a 2,5%. Adicionalmente, para este informe se prevén dos nuevos incrementos en el 2019 de 25 pb cada uno (uno menos que el informe anterior). A lo anterior se sumaría el programa de reducción en la hoja de balance, que se continuaría cumpliendo de acuerdo con lo anunciado.

Cuadro 1. Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales y precios de algunos *commodities*

País o región	2018			2019		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	2,7	2,9	3,1	1,4	2,5	3,6
	2,7	2,9	3,1	1,4	2,5	3,6
Zona Euro	1,8	1,9	2,0	0,7	1,7	2,5
	1,8	2,0	2,2	0,8	1,8	2,6
China	6,5	6,6	6,7	5,4	6,2	6,8
	6,4	6,6	6,8	5,4	6,2	6,8
Brasil	1,0	1,3	1,6	1,2	2,3	3,6
	1,0	1,3	1,6	1,2	2,3	3,4
Ecuador	0,4	0,9	1,3	-0,3	0,8	2,6
	0,2	1,4	2,4	0,0	1,1	3,0
Venezuela	-17,0	-14,0	-11,0	-11,0	-6,0	-1,0
	-17,0	-14,0	-11,0	-8,0	-5,0	-2,0
Perú	3,6	3,9	4,2	2,5	3,8	5,0
	3,6	4,0	4,2	2,2	3,9	4,4
México	1,8	2,2	2,4	1,0	2,2	3,5
	1,9	2,2	2,5	1,0	2,3	3,5
Chile	3,7	4,0	4,3	2,4	3,4	4,4
	3,6	3,9	4,2	2,4	3,4	4,4
Total (sin Venezuela)	2,3	2,5	2,7	1,5	2,4	3,4
Total (sin Venezuela) Informe de Sep-18	2,2	2,6	2,9	1,7	2,5	3,5

Bien	2017	2018			2019		
	Observado	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
Petróleo (Brent)	54,79	71	72	73	55	66,5	80
		72	74,5	76	65	73	81
Carbón	70,32	84	85	86	65	79	90
		82	84	87	61	76	86
Café	1,52	1,36	1,37	1,38	1,2	1,40	1,60
		1,33	1,36	1,39	1,20	1,40	1,60
Oro	1.258	1.285	1.270	1.255	1.500	1.270	1.100
		1.320	1.280	1.240	1.500	1.280	1.100

En negro el pronóstico actual
En rojo el pronóstico del informe trimestral anterior

8. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) confirmó el fin de su programa de compra neta de activos, entre otras medidas. Este anuncio se dio mientras la inflación se encuentra contenida y algunos indicadores de actividad económica muestran un deterioro importante. Así, no se espera que haya cambios en las tasas de referencia por parte del BCE antes de la primera mitad de 2019.
9. Dada la caída de los precios del petróleo en los últimos dos meses y su relativa estabilidad en niveles cercanos a los USD 60 por barril en las últimas semanas, en este informe se redujo su pronóstico para 2018 y para 2019. Para lo corrido de 2018 hasta el 17 de diciembre, el precio promedio del petróleo (*Brent*) se ha ubicado en USD 72,31 por barril. Así, para el promedio del presente año se espera un precio de USD 72 por barril y uno de USD 66,5 para 2019. Lo anterior implica un incremento en el precio del petróleo desde los niveles actuales, lo que supone una reducción de la oferta por parte de los países de la OPEP y sus aliados, principalmente. Dicho incremento estaría limitado por el aumento de la producción en los Estados Unidos y por un menor crecimiento de la demanda mundial.
10. El escenario central de contexto externo descrito anteriormente enfrenta riesgos de deterioro. Las preocupaciones sobre la duración de la actual fase expansiva de la economía global han aumentado recientemente y ahora se asigna una mayor posibilidad a una fuerte desaceleración económica a la vuelta de un año o algo más. En estas circunstancias cabría esperar un descenso en los precios del petróleo y otras materias primas, a la par con un aumento de las primas de riesgo soberano. Ese ciclo bajista futuro podía ser reforzado por la adopción de medidas proteccionistas en los Estados Unidos y otros países, por un enfriamiento de la economía china más rápido de lo esperado, y por la persistencia de algunos riesgos en Europa por cuenta del *Brexit* y de la incertidumbre en torno a la meta del presupuesto del gobierno italiano, entre otros.

II. Comercio exterior y Balanza de pagos

Exportaciones de bienes

11. En octubre de 2018, el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 15,8%, soportado por aumentos en el grupo de bienes de origen minero. En este sector, las ventas externas de todos los rubros, excepto el oro, aumentaron en el mes. Petróleo y refinación siguió mostrando un buen comportamiento, aportando 10,8 puntos porcentuales (pp) a la variación del mes (Cuadro 2).

12. En cuanto a la variación de enero a octubre, las exportaciones totales mostraron un crecimiento anual de 14,0%, explicado por el aumento de las ventas externas de los bienes de origen minero (21,3%) seguidas del resto de exportaciones (8,2%). El grupo de bienes de origen agrícola se contrajo 6,0% en términos anuales.
13. En lo corrido del año, el valor de las exportaciones en dólares creció principalmente por mejoras en los precios, reflejadas en un aumento anual de 18,2% del índice de precios, que fue parcialmente compensado por la caída de 3,7% del índice de cantidades. La mejora en los precios en términos anuales, se dio en el grupo de bienes de origen minero (30,6%) que contrarrestaron la caída de los de origen agrícola y del resto de exportaciones (-7,5% y -0,6% respectivamente).

Cuadro 2. Comportamiento de las exportaciones en dólares

Octubre de 2018				
	Variación anual [contribución]	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la var. anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual del total
Total exportaciones	15,8%			
Bienes de origen minero	25,0% [15,2]	Petróleo crudo	18,0%	5,7
		Carbón, lignítico y turba	30,1%	5,1
		Refinación del petróleo y otros	73,2%	4,3
Bienes de origen agrícola	-6,8 [-0,8]	Café (sin tostar)	-11,1%	-0,7
		Banano	-17,5%	-0,3
Resto de exportaciones*	5,0% [1,4]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	11,8%	0,7
		Caucho y plástico	39,0%	0,6
Acumulado Enero-Octubre de 2018				
Total exportaciones	14,0%			
Bienes de origen minero	21,3% [12,5]	Petróleo crudo	28,9%	8,4
		Refinación del petróleo y otros	46,8%	2,6
Bienes de origen agrícola	-6,0 [-0,8]	Café (sin tostar)	-11,8%	-0,8
		Banano	-8,1%	-0,2
Resto de exportaciones	8,2% [2,3]	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	8,1%	0,5
		Productos químicos	6,1%	0,5

Fuente: DANE

Importaciones de bienes

14. El valor de las importaciones en dólares declaradas en octubre creció 31,1% frente al mismo mes de 2017, explicado por el repunte de todos los grupos de bienes, en especial de los de capital e intermedios que aportaron respectivamente 13,3 pp y 11,5 pp a la variación total. Se destaca el incremento de las compras externas de materias primas para la industria, las cuales aumentaron 25% en términos anuales y aportaron 8,4 pp al crecimiento total (Cuadro 3).
15. De enero a octubre, las importaciones totales crecieron 10,7% en términos anuales, apoyadas en aumentos en los tres grupos de bienes. El mayor crecimiento se observó en las compras externas de materias primas, las cuales explican 5,1 pp de la variación total.

Balanza Comercial de bienes

16. Con los resultados anteriores, la balanza comercial en octubre mostró un déficit de USD 1.158 millones (FOB). Esto significa un aumento del déficit de USD 669 millones con respecto al año anterior.
17. En cuanto al periodo enero-octubre, el déficit se ubicó en USD 5.582 millones FOB que se traduce en una reducción de 5,6% frente al mismo periodo de 2017, debido a un crecimiento mayor de las exportaciones que el de las importaciones.

Cuadro 3. Comportamiento de las importaciones en dólares

IMPORTACIONES				
Octubre de 2018				
	Variación anual [contribución]	Rubros con mayor contribución en la misma dirección a la var. anual		
		Rubro	Variación anual del rubro	Contribución a var. anual del total
Total importaciones	31,1%			
Bienes de capital	42,4% [13,3]	Equipo de transporte	97,3%	7,8
		Bienes de capital para la industria	26,7%	5,2
Materias primas	26,8% [11,5]	Materias primas para la industria	25,0%	8,4
		Combustibles	47,4%	3,0
Bienes de consumo	24,5% [6,3]	Bienes de consumo duradero	38,3%	4,3
		Vehículos de transporte particular	58,2%	3,1
		Bienes de consumo no duradero	13,6%	1,9
		Productos alimenticios	18,3%	0,8
Acumulado Enero-Octubre de 2018				
Total importaciones	10,7%			
Bienes de capital	10,5% [3,2]	Bienes de capital para la industria	11,8%	2,2
		Equipo de transporte	8,9%	0,7
Materias primas	11,2% [5,1]	Materias primas para la industria	16,0%	5,4
		Materias primas para la agricultura	9,7%	0,4
Bienes de consumo	10,1% [2,4]	Bienes de consumo no duradero	8,3%	1,1
		Productos farmacéuticos y de tocador	7,5%	0,3
		Bienes de consumo duradero	12,3%	1,3
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	16,4%	0,4

Fuente: DANE

Balanza de Pagos

18. Con la información disponible para lo corrido del año y el escenario de contexto externo presentado en la sección anterior, la revisión preliminar del pronóstico del déficit en cuenta corriente para 2018 arroja un resultado de 3,6% del PIB en el escenario central. El aumento del déficit corriente frente al estimado en el mes de octubre se explica por los buenos datos de importaciones y el menor precio del petróleo, observados en lo corrido del cuarto trimestre.
19. El mayor déficit en cuenta corriente estimado para 2018 frente al observado un año atrás de 3,3% del PIB, se explicaría, principalmente, por la ampliación de la renta factorial y, en menor medida, por el mayor déficit comercial de bienes y servicios. Por el contrario, los mayores ingresos por transferencias corrientes seguirían contribuyendo positivamente al cierre del desbalance externo.

20. En términos del financiamiento de la cuenta corriente, para 2018 se proyecta que la inversión directa continúe siendo el principal rubro de entradas de capital extranjero. Se espera una mayor contratación de préstamos por parte del sector público (desembolsos netos), 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 Gobierno y entidades del sector público, así como menores compras de TES por parte de extranjeros frente a lo observado el año anterior.
21. Para 2019 se prevé un retroceso en los precios de los principales productos de exportación, en tanto que el crecimiento de las exportaciones de bienes se daría por el incremento de las ventas externas de productos industriales y las mayores cantidades de bienes tradicionales. Se estima que continúe la senda positiva de crecimiento de las importaciones, en línea con el mayor crecimiento económico. Lo anterior implicaría un mayor déficit comercial de bienes frente a lo previsto para 2018. Adicionalmente, se espera un menor déficit por servicios no factoriales, así como por renta factorial. De esta manera, los ejercicios preliminares apuntan a que el déficit en la cuenta corriente proyectado para 2019 sería algo superior al estimado para 2018.

III. Crecimiento, demanda interna y crédito.

En el tercer trimestre la demanda interna resultó mejor que lo esperado, principalmente por la inversión en construcción. A pesar de ello, se mantuvo el pronóstico de crecimiento del PIB para todo 2018 en 2,6%. Esto supone que el choque positivo observado en el consumo público a comienzos de año se revierte en el cuarto trimestre teniendo en cuenta que los efectos del ciclo electoral y del censo de población habrían pasado. El pronóstico también supone que parte de la aceleración de la construcción de edificaciones es transitoria dado los amplios niveles de inventarios que aún se observan en el mercado de finca raíz y el poco dinamismo que presentan los precios de estos activos.

22. Según la publicación más reciente de cifras de Producto Interno Bruto (PIB) (cuadros 4 y 5), la economía colombiana mantuvo un ritmo de expansión moderado en el tercer trimestre, similar a lo pronosticado por el equipo técnico del Banco de la República (2,6% para las cifras desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario). No obstante, la composición del crecimiento por el lado del gasto fue algo diferente que la prevista. Por un lado, la demanda interna registró un mejor desempeño que el proyectado, debido, principalmente, a un choque positivo en la inversión en construcción (el cual también se observa por el lado del PIB sectorial). El consumo de los hogares también aportó positivamente. Además, el choque positivo de consumo público siguió impulsando el crecimiento del PIB, según lo esperado por el equipo técnico. Como se explica más adelante, parte de estos choques serían transitorios y se revertirían en el cuarto trimestre. Por otro lado, las exportaciones netas contribuyeron negativamente, más que lo previsto. Las exportaciones registraron un desempeño menor que el esperado, por cuenta de un flojo comportamiento de las ventas de carbón, café, y de bienes no tradicionales. Las importaciones se expandieron a un ritmo importante, según lo contemplado en los pronósticos de un trimestre atrás.
23. La información disponible para el cuarto trimestre del año sugiere que la economía colombiana habría mantenido un ritmo de expansión anual similar al observado en el tercer trimestre.

Respecto a la demanda interna estimada por el equipo técnico, estas proyecciones preliminares contemplan un crecimiento anual similar o algo superior a lo observado en el tercer trimestre. No obstante, en términos de crecimiento trimestral conllevan a una desaceleración. Vale la pena advertir que la magnitud de la discrepancia estadística en las mediciones del PIB implica una gran incertidumbre en estas estimaciones y dificulta la identificación de las tendencias.

24. El consumo privado registraría crecimientos anuales y trimestrales satisfactorios, impulsados primordialmente por una mayor dinámica del consumo de bienes durables (en el marco del Salón del Automóvil). No obstante, éstos serían contrarrestados por los menores niveles previstos para el caso del consumo público, teniendo en cuenta que los efectos del ciclo electoral y del censo de población en el gasto público habrían terminado.

Cuadro 4. PIB Oferta – Variaciones anuales

Rama de actividad	2017	2018		
	Año completo	I Trim.	II Trim.	III Trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	5.6%	3.5%	4.3%	0.4%
Explotación de minas y canteras	-4.3%	-3.8%	-3.2%	1.3%
Industria manufacturera	-2.0%	0.5%	1.7%	2.4%
Electricidad, gas y agua	0.8%	1.2%	2.4%	2.9%
Construcción	-2.0%	-5.6%	-5.3%	3.7%
Edificaciones	-5.3%	-3.1%	-5.9%	4.1%
Obras Civiles	7.5%	-6.8%	-4.6%	-0.9%
Actividades especializadas para la construcción	-4.2%	-2.0%	-6.4%	1.3%
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	1.2%	2.6%	3.3%	3.3%
Información y comunicaciones	-0.1%	1.7%	2.5%	3.7%
Actividades financieras y de seguros	6.9%	6.2%	3.3%	1.1%
Actividades inmobiliarias	2.8%	2.3%	2.1%	2.1%
Actividades profesionales, científicas y técnicas	3.5%	5.5%	5.7%	2.9%
Administración pública y defensa, educación y salud	3.8%	5.6%	4.7%	5.1%
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	3.9%	2.2%	2.4%	1.6%
Subtotal Valor agregado	1.5%	2.7%	2.7%	2.1%
Impuestos menos subsidios	4.3%	5.7%	3.2%	2.7%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	1.8%	2.6%	2.5%	2.6%

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

Cuadro 5. PIB Demanda – Variaciones anuales

	2017	2018		
	Año completo	I. Trim.	II Trim.	III Trim.
Consumo Total	2.2%	2.9%	3.2%	3.6%
Consumo de Hogares	1.8%	1.9%	2.9%	3.3%
Bienes no durables	2.0%	4.2%	4.5%	3.7%
Bienes semidurables	-2.4%	0.1%	3.0%	3.4%
Bienes durables	0.7%	5.9%	4.0%	2.0%
Servicios	2.3%	1.8%	2.4%	2.4%
Consumo Final del Gobierno	4.0%	6.6%	5.0%	4.6%
Formación Bruta de Capital	0.6%	-3.0%	1.0%	4.5%
Formación Bruta de Capital Fijo	3.3%	-2.0%	-1.0%	4.0%
Vivienda	1.2%	-5.8%	1.8%	1.5%
Otros edificios y estructuras	0.3%	-6.3%	-4.4%	2.1%
Maquinaria y equipo	-2.0%	4.9%	3.7%	4.9%
Recursos biológicos cultivados	-0.6%	-4.7%	1.2%	5.5%
Productos de propiedad intelectual	14.6%	6.1%	4.4%	2.2%
Demanda interna (C+FBK)	1.9%	1.6%	2.8%	3.8%
Demanda interna (PIB - X + M)	1.8%	2.1%	2.9%	3.3%
Exportaciones Totales	-0.7%	-0.3%	2.5%	1.6%
Importaciones Totales	0.3%	-1.5%	4.8%	5.4%
Producto Interno Bruto	1.8%	2.6%	2.5%	2.6%

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

25. La formación bruta de capital también reportaría tasas de crecimiento anual importantes, pero que se corresponderían con desaceleraciones trimestrales. El buen desempeño de la inversión en bienes de capital no compensaría la reversión de los choques positivos observados durante el segundo y tercer trimestres de 2018 para la inversión en construcción de edificaciones.
26. Por el lado de la demanda externa, el equipo técnico prevé una recuperación de las exportaciones, pero también una aceleración de las importaciones (tanto entre trimestres como en variación anual), por lo que el déficit comercial en términos reales se ampliaría y las exportaciones netas seguirían contribuyendo negativamente a la expansión del PIB.
27. El comportamiento reciente de los indicadores coyunturales respalda el escenario anteriormente descrito (ver Cuadro 6). Por un lado, con cifras a octubre, el comercio interno de bienes muestra un comportamiento satisfactorio, debido, principalmente, a los buenos registros de ventas de vehículos. El reporte de matrículas confirma esto. Lo anterior contrasta con el dato negativo del índice de confianza de los consumidores de noviembre y un comportamiento menos favorable del mercado laboral con cifras del trimestre móvil terminado en octubre.
28. Frente al fuerte retroceso de la confianza de los consumidores de noviembre, es importante señalar que dicha caída se originó por un deterioro del componente de expectativas del índice, más que por el de condiciones económicas actuales de los hogares. Adicionalmente, consideramos que esta caída puede tener un componente transitorio importante y será necesario observar su comportamiento en los meses siguientes para confirmar las tendencias.
29. Con respecto al mercado laboral, en octubre las series desestacionalizadas presentaron aumentos en la Tasa de Desempleo (TD) a nivel nacional. En las trece áreas se observaron disminuciones en la Tasa Global de Participación (TGP) y en la Tasa de Ocupación (TO) urbanas. Asimismo, se dieron caídas en el margen del número de ocupados en ambos dominios geográficos mencionados. No obstante, este pobre desempeño puede ser el resultado de la reversión del choque positivo que sufrieron estos indicadores a principios de año, y que estaría asociado,

principalmente, con el comportamiento del consumo público dado el ciclo electoral y la realización del censo.

30. Con respecto a la Formación Bruta de Capital, las series de importaciones de bienes de capital (en pesos constantes) sugieren que la inversión en este tipo de bienes reportaría una mayor dinámica en el cuarto trimestre. A lo anterior se suma el comportamiento del registro de matrículas de vehículos de carga y de transporte pasajeros, los cuales son considerados como inversión en equipo de transporte. Para el caso de la inversión en construcción (tanto de vivienda como de obras civiles y edificaciones no residenciales), el equipo técnico supone que el efecto positivo de los choques observados entre el segundo y tercer trimestres se disiparía parcialmente en el cuarto, en la medida en que todavía se observan amplios niveles de inventarios que aún se observan en el mercado de finca raíz y el poco dinamismo que presentan los precios de estos activos.
31. Por el lado de la oferta, los indicadores muestran señales mixtas. Por un lado, la industria, el comercio y la producción petrolera presentan crecimientos favorables. Sin embargo, algunos indicadores relacionados con la construcción continúan mostrando cierta debilidad en el desempeño del sector, contrario a los resultados positivos del tercer trimestre (ver Cuadro 6).
32. Teniendo en cuenta lo anterior, se proyecta un crecimiento anual del PIB para el cuarto trimestre de 2018 de 2,7%. Con ello, la expansión del PIB para el año completo sería de 2,6%.

Cuadro 6. Principales indicadores coyunturales de demanda y oferta

Indicador	2018T2		2018T3		Octubre		Noviembre		Año corrido		
	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC*	
Indicadores de Demanda	Ventas Minoristas sin combustibles (variación anual, %)	6.8%	5.9%	5.6%	5.7%	6.8%	7.6%	ND	ND	6.2%	6.2%
	Ventas Minoristas sin combustibles ni vehículos (variación anual, %)	6.2%	5.9%	4.8%	5.0%	5.5%	7.0%	ND	ND	5.3%	5.4%
	Ventas Minoristas de vehículos (variación anual, %)	10.3%	4.9%	10.3%	10.4%	14.3%	11.0%	ND	ND	11.4%	11.5%
	Registros de Matrículas totales (variación anual, %)	3.8%	3.6%	5.6%	5.9%	9.2%	10.2%	24.4%	22.5%	4.9%	4.5%
	Registros de Matrículas, uso particular (variación anual, %)	2.1%	2.1%	0.7%	0.9%	6.6%	7.4%	20.9%	19.7%	1.4%	1.1%
	Registros de Matrículas, uso comercial (variación anual, %)	5.8%	5.7%	11.2%	11.4%	12.1%	13.2%	28.0%	26.5%	9.0%	8.5%
	Encuesta de Expectativas - Ventas (niveles, balance) ¹	-3.45	-0.10	1.76	2.72	ND	ND	ND	ND	-1.73	0.45
	Índice de Confianza del Consumidor (ICC, balance, niveles) ¹	8.63	NA	4.60	NA	-1.30	NA	-19.64	NA	0.21	NA
	Encuesta de Expectativas - Inversión (niveles, balance) ¹	-1.09	2.05	-1.27	0.30	ND	ND	ND	ND	-2.32	-0.88
	Importaciones en pesos constantes: Bienes de capital (variación anual, %)	4.2%	1.4%	5.0%	5.2%	50.6%	44.7%	22.3%	22.8%	9.8%	9.0%
Indicadores de Oferta	Índice de producción industrial (variación anual, %)	5.1%	4.8%	3.5%	3.4%	5.8%	5.9%	ND	ND	3.2%	3.5%
	Producción de café (variación anual, %)	13.2%	12.9%	-13.8%	-13.8%	1.2%	1.5%	-0.3%	-0.9%	-2.8%	-2.6%
	Producción de petróleo (variación anual, %)	1.2%	NA	1.1%	NA	1.7%	NA	3.8%	NA	1.3%	NA
	Demanda de energía (variación anual, %)	2.9%	2.9%	4.1%	4.1%	3.3%	3.3%	ND	ND	3.2%	3.2%
	Licencias de construcción, total (variación anual, %)	5.7%	NA	-5.3%	NA	-3.6%	NA	ND	NA	-5.2%	NA
	Licencias de construcción, vivienda (variación anual, %)	6.1%	NA	-7.5%	NA	-13.0%	NA	ND	NA	-6.2%	NA
	Producción de cemento gris (variación anual, %)	0.7%	NA	2.0%	NA	2.4%	NA	ND	NA	0.1%	NA
	Despachos de cemento gris (variación anual, %)	2.6%	NA	-0.5%	NA	5.2%	NA	ND	NA	-0.4%	NA

* DAEC = Desestacionalizado y corregido por efectos calendario

¹ Promedio para el trimestre y año corrido.

NA = No aplica

ND = No disponible

IV. Comportamiento de la inflación y precios

La inflación observada ha sido algo menor que la esperada, debido principalmente a un comportamiento más favorable de los precios de los alimentos y de los transables y pese a presiones alcistas de regulados. La brecha del producto en terreno negativo habría contribuido a este desempeño. A horizontes mayores o iguales a un año las expectativas de los analistas se encuentran entre 3,3% y 3,5% y las derivadas de los títulos de deuda pública entre 3,7% y 3,9%.

33. La inflación anual al consumidor se situó en noviembre en 3,27%, algo menor que la cifra de octubre (3,33%) y muy similar a la de septiembre (3,23%). Desde marzo, la inflación se ha mantenido relativamente estable en un nivel levemente superior al de la meta de largo plazo (Cuadro 6). La inflación año corrido (2,87%) fue menor que la observada el año pasado (3,69%), y la mensual (0,12%) fue inferior a la estimada por el mercado (0,16%) y por el equipo técnico.

34. El promedio de los indicadores de inflación básica se situó en 3,26% en noviembre, un nivel similar al de los meses anteriores. La inflación sin alimentos ni regulados registró el valor más bajo (2,88%) mientras que el IPC sin alimentos presentó el más alto (3,70%) (Cuadro 7).

Cuadro 7. Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
A noviembre 2018

Descripción	Ponderación	dic-17	sep-18	oct-18	nov-18	Participación en porcentaje en la desaceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración año corrido
Total	100	4.09	3.23	3.33	3.27	100.00	100.00
Sin alimentos	71.79	5.01	3.71	3.78	3.70	85.72	109.36
Transables	26.00	3.79	1.57	1.52	1.29	82.75	71.46
No transables	30.52	5.49	4.13	4.13	4.05	34.23	52.61
Regulados	15.26	5.86	6.03	6.41	6.53	-31.26	-14.71
Alimentos	28.21	1.92	2.05	2.25	2.22	14.28	-9.36
Perecederos	3.88	5.84	9.51	9.66	7.96	110.23	-11.95
Procesados	16.26	-0.91	-0.72	-0.54	-0.15	-91.69	-15.27
CFH	8.07	5.21	3.32	3.52	3.55	-4.26	17.85
Indicadores de inflación básica							
Sin Alimentos		5.01	3.71	3.78	3.70		
Núcleo 20		4.87	3.56	3.58	3.57		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		4.02	2.81	2.89	2.90		
Inflación sin alimentos ni regulados		4.76	3.04	3.02	2.88		
Promedio indicadores inflación básica		4.66	3.28	3.32	3.26		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

35. Dentro del IPC sin alimentos, los componentes que presentaron descensos en el último mes fueron los transables (de 1,52% en octubre a 1,29% noviembre) y los no transables (de 4,13% a 4,05%). Por el contrario, la variación anual de regulados aumentó (de 6,41% a 6,53%).
36. En regulados, las presiones alcistas provinieron del IPC de combustibles (de 7,79% a 8,75%) y del IPC de transporte regulado (de 5,22% a 5,43%). En el primer caso, la depreciación del peso habría más que compensado la reducción del precio internacional de los combustibles. Respecto al transporte público, el aumento de su variación anual obedeció más a una baja base de comparación en igual mes del año pasado que a aumentos en el último mes.
37. Dentro de los regulados, los servicios públicos continuaron mostrando volatilidad, con ajustes anuales altos. En noviembre, su variación anual fue de 6,76% frente a un 6,98% del mes anterior, habiendo contribuido a este descenso los menores ajustes en las tarifas de acueducto y gas.
38. El componente no transable del IPC sin alimentos mantuvo una tendencia decreciente en noviembre, de la mano de descensos leves en las variaciones anuales de arriendos e indexados (servicios de educación y salud, entre otros). Por el contrario, algunos ítems sensibles al tipo de cambio ejercieron presiones alcistas, al igual que lo hicieron las boletas de fútbol.
39. En noviembre, el grupo de transables (sin alimentos ni regulados) siguió mostrando los ajustes más bajos dentro de los principales componentes del IPC, con resultados que volvieron a ser inferiores a los previstos por el equipo técnico del Banco de la República. Las últimas cifras tampoco sugieren alguna transmisión de la depreciación del peso de los últimos meses (de \$2.800 por dólar en abril pasó a cerca de \$3.200 en noviembre). La reducción de la variación anual en noviembre fue posible por menores ajustes mensuales en ítems como pasajes aéreos (-2,35%) y

vehículos (-0,24%). Es posible que la feria del automóvil del último mes haya incidido en este último resultado.

40. La inflación anual de alimentos dejó de aumentar en noviembre, luego de tres meses consecutivos de hacerlo. Este desempeño lo lideró los alimentos perecederos, cuya variación anual se redujo, reflejando el alto abastecimiento de estos en las últimas semanas. Los alimentos procesados (que incluyen varios de origen importado) tendieron a aumentar levemente, quizás afectados por las recientes presiones cambiarias. Las comidas fuera del hogar no presentaron cambios de importancia.
41. En noviembre los costos no laborales ejercieron presiones bajistas sobre la inflación al consumidor, a juzgar por la caída observada en la inflación anual del IPP total de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) de 4,23% en octubre a 3,32% en noviembre. Esta caída la lideró el componente local (por minería) al disminuir de 5,0% en octubre a 3,47% en noviembre, algo que puede ser atribuido al descenso del precio del petróleo. Por el contrario, el componente importado (afectado por la depreciación) repuntó de 2,42% en octubre a 2,99% en noviembre.
42. Por su parte, los costos laborales (salarios de industria, comercio y construcción) presentaron comportamientos mixtos. El ajuste anual en los salarios de la construcción de vivienda (3,6%) y pesada (3,7%) se mantuvo estable con información a noviembre. El del comercio aumentó (de 6,0% a 6,5%) y el de la industria disminuyó (de 6,3% a 5,2%) con información a octubre. Dada la holgura con la que viene operando el mercado laboral no se espera que surjan presiones inflacionarias de costos salariales en los próximos meses.
43. Las expectativas de inflación de analistas, de recolección mensual, disminuyeron a diferentes horizontes: a diciembre de este año de 3,29% en noviembre a 3,20% en diciembre, a doce meses de 3,67% a 3,50% y a veinticuatro meses de 3,38% a 3,26%. Por su parte, aquellas implícitas en los títulos de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI) se situaron en promedio, en lo corrido al 18 de diciembre, en 3,89%, 3,78% y 3,71% a horizontes de 2, 3 y 5 años, respectivamente. Las mediciones con respecto a la última reunión de la JDBR el 30 de noviembre, variaron en 23 pb, -1 pb y -18 pb, respectivamente.
44. Utilizando la curva *Forward Break-Even Inflation* (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2018 es de 3,20% (este se obtiene adicionando a la expectativa de inflación para lo que resta del año, la inflación acumulada observada). Para los años 2019, 2020 y 2021 corresponde a 3,71%, 3,68% y 3,71%, respectivamente.