



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

DICIEMBRE DE 2018

I. Contexto externo

El contexto externo previsto para el 2019 presentó un leve deterioro con respecto a lo observado en 2018 y a lo estimado en el informe del mes anterior. El crecimiento promedio de los socios comerciales proyectado para 2019 se revisó un poco a la baja, teniendo en cuenta un menor desempeño previsto para la Zona Euro y para algunos países de América Latina. La menor demanda global y la fortaleza de la producción mundial de petróleo redujeron el precio proyectado de este bien básico para 2019. En este entorno, los riesgos hacia una desaceleración más pronunciada del crecimiento global aumentaron, lo que, unido a la ausencia de presiones inflacionarias en las economías avanzadas, sugieren menores incrementos de las tasas de interés externas, particularmente la de la FED. En Colombia, el menor precio esperado del petróleo y un crecimiento de los socios comerciales algo más débil contribuirían a un aumento gradual de la prima de riesgo soberano. Las nuevas estimaciones indican que el desbalance externo se habría ampliado en 2018 y que, en un escenario externo como el descrito anteriormente, esta tendencia se mantendría en el 2019.

1. En el último mes y medio, la economía global continuó enfrentando riesgos importantes a la baja que se siguen originando tanto en países avanzados como en emergentes, incluida China.
2. Sin embargo, en lo corrido de enero se ha observado una mejoría en las condiciones financieras internacionales luego del deterioro que se observó en diciembre del año pasado, cuando se registró un aumento en la percepción de riesgo global y en los indicadores de volatilidad financiera internacional. Las señales enviadas por la FED sobre aumentos menores en su tasa de interés de política han tendido a tranquilizar los mercados, en la medida en que sugieren que las condiciones de liquidez internacional seguirán siendo muy amplias ante el evento de un deterioro en el ritmo de crecimiento mundial. Esto ha permitido cierta reducción de las primas de riesgo y la recuperación de otros indicadores, incluidos los índices accionarios. En el caso de algunas economías emergentes como la colombiana, ello ha contribuido a alguna apreciación del peso, luego de la importante depreciación que se observó en el último trimestre del año pasado.
3. Pese lo anterior, entre analistas y organismos internacionales persisten los temores sobre el crecimiento de mediano plazo en los Estados Unidos, dados los resultados corporativos más débiles a los esperados por el mercado a finales del año pasado. También preocupan los altos niveles de endeudamiento alcanzados en este país y en otras economías avanzadas y emergentes. A ello se suma la mayor incertidumbre por la situación política en el Reino Unido por cuenta del *Brexit* y el efecto del cierre parcial del gobierno federal de los Estados Unidos.
4. Con respecto a China, el crecimiento se desaceleró en el cuarto trimestre de 2018 (6,4% anual), siendo el más bajo desde el primer trimestre de 2009. Los últimos datos sugieren que las medidas proteccionistas adoptadas en el 2018 podrían estar afectando el desempeño de sus exportaciones. A lo anterior se sumaría una mayor debilidad del consumo privado, según indicadores recientes.
5. El precio del petróleo, por su parte, presentó un repunte en las últimas semanas, aunque en lo corrido de 2019 (USD 59,7) se mantiene por debajo de lo registrado en último trimestre de 2018 (USD 68,3). Este desarrollo reciente de los precios ha sido en gran medida resultado de los recortes por parte de la OPEP y sus aliados.

Escenario central o más probable (Cuadro 1)

6. En este informe se revisó a la baja el pronóstico del crecimiento promedio de los socios comerciales para 2019 a 2,3% (ver cuadro 1). No obstante, las tasas de crecimiento estimadas de 2018 y 2019 siguen siendo superiores a las observadas en 2015 y 2016 (1,85% en promedio). Estos pronósticos suponen un aterrizaje suave hacia 2020 en el caso de la economía de los Estados Unidos, y que el cierre del gobierno federal en ese país, superado temporalmente el 25 de enero, no se repetiría y tendría un impacto leve en el crecimiento del primer trimestre de 2019.
7. Se espera que la Fed siga con su senda de incremento de tasas, dadas las buenas condiciones que enfrenta el mercado laboral de Estados Unidos y la presencia de una brecha del producto positiva. No obstante, los recientes anuncios sugieren que dicho aumento sería menor que lo sugerido en meses anteriores ante los relativamente bajos niveles de inflación y las escasas presiones que se prevén hacia futuro en este frente. Así, en este informe se prevé para 2019 un incremento de 25 puntos base (pb) (un incremento menos que el informe de diciembre). Se supone que el programa de reducción en la hoja de balance se continúa cumpliendo de acuerdo con lo anunciado.
8. En el caso del Banco Central Europeo, no se esperan cambios en las tasas de referencia antes de la primera mitad de 2019, tal como ya se preveía en el informe anterior.
9. El pronóstico del precio del petróleo se redujo (a USD 63 por barril para el promedio de 2019) frente a lo presentado en diciembre (USD 66,5). Esta revisión se efectuó teniendo en cuenta los bajos precios observados hasta finales del año pasado y el importante aumento de la producción y de los inventarios conocidos recientemente en los Estados Unidos. Los pronósticos siguen suponiendo que se cumple el acuerdo de recorte de producción por parte de los países de la OPEP y sus aliados.
10. A pesar de la disminución de la prima riesgo soberano de Colombia de las últimas semanas, en este informe se sigue esperando un aumento gradual en lo que resta del año. Sin embargo, en consonancia con la reducción del pronóstico del precio del petróleo y del crecimiento de los socios comerciales, en la actualidad se supone que el aumento sería algo más rápido que el previsto anteriormente.
11. El balance de riesgos que enfrenta el escenario central de contexto externo descrito anteriormente sigue sesgado a la baja. Las preocupaciones sobre la duración de la actual fase expansiva de la economía global han aumentado recientemente y ahora se asigna una mayor probabilidad a una desaceleración económica a la vuelta de un año o algo más. A lo anterior se suma la creciente inquietud en torno a los altos niveles de deuda registrados a nivel global, en particular en los Estados Unidos y China. A estas preocupaciones podrían sumarse la adopción de medidas proteccionistas de varios países, una mayor duración del cierre parcial del gobierno federal de los Estados Unidos, y un eventual desenlace traumático del *Brexit*, entre otros. En estas circunstancias cabría esperar un descenso mayor de los precios del petróleo y otras materias primas, a la par con un mayor aumento de las primas de riesgo soberano. Lo anterior, sin embargo, no implica descartar unas condiciones financieras que podrían ser más favorables durante parte del 2019, dada la posibilidad de que la liquidez internacional siga siendo amplia si se dan los menores aumentos de la tasa de interés en los Estados Unidos.

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	2,8	2,9	3,0	1,4	2,5	3,2
	2,7	2,9	3,1	1,4	2,5	3,6
Zona Euro	1,8	1,9	2,0	0,7	1,6	2,2
	1,8	1,9	2,0	0,7	1,7	2,5
China	6,5	6,6	6,7	5,4	6,2	6,7
	6,5	6,6	6,7	5,4	6,2	6,8
Brasil	1,2	1,3	1,4	1,3	2,3	3,4
	1,0	1,3	1,6	1,2	2,3	3,6
Ecuador	0,9	1,1	1,3	-0,7	0,6	2,3
	0,4	0,9	1,3	-0,3	0,8	2,6
Venezuela	-17,0	-14,0	-11,0	-11,0	-6,0	-1,0
	-17,0	-14,0	-11,0	-11,0	-6,0	-1,0
Perú	3,7	3,8	3,9	2,5	3,8	5,0
	3,6	3,9	4,2	2,5	3,8	5,0
México	2,0	2,1	2,2	0,8	2,0	3,3
	1,8	2,2	2,4	1,0	2,2	3,5
Chile	3,9	4,0	4,1	2,4	3,4	4,4
	3,7	4,0	4,3	2,4	3,4	4,4
Total socios (sin Venezuela)	2,4	2,5	2,6	1,4	2,3	3,2
Total socios (sin Venezuela) (Dic-18)	2,3	2,5	2,7	1,5	2,4	3,4

Bien	2018	2019		
	Observado	Bajo	Central	Alto
Petróleo (Brent)	71,6	52	63	77
		55	66,5	80
Carbón	85,8	67	81	91
		65	79	90
Café	1,37	1,20	1,40	1,60
		1,20	1,40	1,60
Oro	1269	1.500	1.270	1.100
		1.500	1.270	1.100

En negro el pronóstico actual
En rojo el pronóstico del informe de diciembre

II. Comercio exterior y Balanza de pagos

Exportaciones de bienes

- En noviembre de 2018, el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 7,9%, soportado por aumentos en el grupo de bienes de origen minero. Refinación y petróleo siguió mostrando un buen comportamiento, aportando 12,4 puntos porcentuales (pp) a la variación del mes. (Cuadro 2).
- En cuanto a la variación de enero a noviembre, las exportaciones totales crecieron 13,4% anual, explicado por el aumento de las ventas externas de los bienes de origen minero (20,7%) seguidas del resto de exportaciones (7,2%). El grupo de bienes de origen agrícola se contrajo 5,8% en términos anuales.

14. En lo corrido del año, el valor de las exportaciones creció principalmente por mejoras en los precios, reflejadas en un aumento anual de 17,1% del índice de precios que fue parcialmente compensado por la caída de 3,3% del índice de cantidades. La mejora en los precios en términos anuales, se dio en el grupo de bienes de origen minero (28,5%) que contrarrestaron la caída de los de origen agrícola y del resto de exportaciones (-7,3% y -0,4% respectivamente).

Cuadro 2. Comportamiento de las exportaciones en dólares

EXPORTACIONES				
Noviembre 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	7,9%			
Bienes de origen minero	15,5% [9,1]	Petróleo crudo	28,7%	8,7
		Refinación del petróleo y otros	68,3%	3,6
		Oro	-9,9%	-0,4
Bienes de origen agrícola	-3,2 [-0,4]	Flores	-12,6%	-0,5
		Café (sin tostar)	-3,2%	-0,2
Resto de exportaciones*	-2,7% [-0,8]	Vehículos automotores y otros tipos de transporte	-25,2%	-0,5
		Alimentos, bebidas y tabaco sin café	-5,3%	-0,3
Acumulado Enero-Noviembre de 2018				
Total exportaciones	13,4%			
Bienes de origen minero	20,7% [12,0]	Petróleo crudo	28,9%	8,4
		Refinación del petróleo y otros	48,7%	2,7
Bienes de origen agrícola	-5,8 [-0,8]	Café (sin tostar)	-11,1%	-0,8
		Banano	-6,6%	-0,2
Resto de exportaciones	7,2% [2,0]	Productos químicos	5,7%	0,4
		Alimentos, bebidas y tabaco sin café	6,9%	0,4

Fuente: DANE

Importaciones de bienes

15. El valor de las importaciones declaradas en noviembre creció 12,3% frente al mismo mes de 2017, gracias a los buenos comportamientos en los tres grandes grupos. Se destaca el aumento de las compras externas de materias primas para la industria, que aumentaron 12,7% en términos anuales y aportaron 4,2 pp al crecimiento total. (Cuadro 3).
16. De enero a noviembre, las importaciones totales crecieron 10,9% 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

17. Con los resultados anteriores, la balanza comercial en noviembre mostró un déficit de USD 920 millones (FOB). Esto significa un aumento del déficit de USD 220 millones con respecto al año anterior.
18. En cuanto al periodo enero-noviembre, el déficit se ubicó en USD 6.517 millones FOB que se traduce en una reducción de USD 92 millones frente al mismo periodo de 2017, debido a un crecimiento mayor de las exportaciones (13,4%) que de las importaciones (11,0%).

Cuadro 3. Comportamiento de las importaciones en dólares

IMPORTACIONES				
Noviembre 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	12,3%			
Bienes de capital	11,2% [3,5]	Equipo de transporte	36,1%	2,2
		Bienes de capital para la industria	4,6%	1,0
Materias primas	10,8% [4,7]	Materias primas para la industria	12,7%	4,2
		Materias primas para la agricultura	13,0%	0,5
Bienes de consumo	16,2% [4,0]	Bienes de consumo duradero	29,8%	3,2
		Vehículos de transporte particular	56,0%	2,8
		Bienes de consumo no duradero	6,1%	0,9
		Productos farmacéuticos y de tocador	8,1%	0,3
Acumulado Enero-Noviembre de 2018				
Total importaciones	10,9%			
Bienes de capital	10,6% [3,3]	Bienes de capital para la industria	11,1%	2,1
		Equipo de transporte	10,8%	0,9
Materias primas	11,1% [5,1]	Materias primas para la industria	15,7%	5,2
		Materias primas para la agricultura	10,0%	0,4
Bienes de consumo	10,7% [2,5]	Bienes de consumo no duradero	8,3%	1,0
		Productos farmacéuticos y de tocador	7,5%	0,3
		Bienes de consumo duradero	12,3%	1,5
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	15,4%	0,4

Fuente: DANE

Balanza de Pagos

19. Con la información disponible para lo corrido del año y el escenario de contexto externo presentado en la sección anterior, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2018 es de 3,7% del PIB (USD12.390 m) en el escenario central. Esto implicaría para el cuarto trimestre del año un déficit en cuenta corriente cercano al 3,9% del PIB.
20. El mayor déficit en cuenta corriente estimado para 2018 frente al observado un año atrás (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 (Cuadro 4). Por el contrario, los mayores ingresos por transferencias corrientes y las menores importaciones netas de servicios seguirían contribuyendo positivamente al cierre del desbalance externo.
21. En términos del financiamiento de la cuenta corriente, para 2018 se estima que la inversión directa haya continuado siendo el principal rubro de entradas de capital extranjero (Cuadro 4). 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 incluye 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.
22. Para el 2019 se proyecta que el impulso que tuvieron en 2018 las exportaciones de los principales productos se disiparía, en línea con el retroceso de los términos de intercambio (-7,7%). Esto debido en mayor medida a un precio del petróleo que se ubicaría en promedio en USD 63 por barril (referencia Brent), por debajo de USD 71,6 por barril de 2018. También se espera un menor precio de exportación del carbón colombiano.

Cuadro 4. Proyección Balanza de Pagos

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2017 (pr)	2018	2019
		Central	Central
CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)	-10.508	-12.390	-13.165
<i>Porcentaje del PIB</i>	<i>-3,3</i>	<i>-3,7</i>	<i>-3,9</i>
A. Bienes	-4.571	-5.183	-8.659
a. Exportaciones	39.676	44.287	44.053
Principales	27.433	30.792	29.644
Resto de exportaciones	12.243	13.495	14.409
b. Importaciones	44.247	49.470	52.712
B. Servicios no factoriales	-4.144	-3.902	-3.013
a. Exportaciones	8.380	9.225	9.990
b. Importaciones	12.523	13.127	13.002
C. Renta de los Factores	-8.389	-10.870	-9.846
D. Transferencias corrientes	6.596	7.565	8.353
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C+D)	-9.856	-12.170	-13.165
A. Inversión directa neta	-10.267	-7.847	-7.723
B. Inversión de Cartera	-1.618	-1.484	-892
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	1.484	-3.910	-6.129
D. Activos de Reserva	545	1.070	1.579
ERRORES Y OMISIONES	652	219	0
<i>Mem orem :</i>			
Neto sector minero y petrolero (a-b) ¹	17.777	20.322	19.528
a. Exportaciones	20.917	24.750	23.285
b. Utilidades renta de factores	3.141	4.428	3.757

¹ Incluye petróleo y sus derivados, carbón y ferrocarril.

23. Así, se prevé que las exportaciones tradicionales disminuyan 3,4% en 2019. Adicionalmente, se espera un crecimiento moderado (5,0%) de las ventas externas de bienes industriales, en un contexto de leve desaceleración del crecimiento de los principales socios comerciales. Se estima que continúe la senda positiva de crecimiento de las importaciones, en línea con el mayor crecimiento económico. Todo lo anterior implicaría un aumento significativo del déficit comercial de bienes frente a lo previsto para 2018 (Cuadro 4).
24. Por el contrario, se espera un menor déficit por servicios no factoriales, así como por renta factorial, esto último como resultado en mayor medida de los menores ingresos por exportaciones para las firmas petroleras y mineras con IED. También continuaría la contribución positiva de los ingresos por remesas en línea con el crecimiento económico de los países donde éstas se originan.
25. En relación con el financiamiento, para 2019 se estima un aumento de los flujos por otra inversión, originados en liquidaciones de activos externos (en especial por parte del sector público) y, en menor medida, por contratación de nueva deuda. Se prevé un nivel similar de los flujos de IED, impulsada por los recursos destinados a sectores diferentes de petróleo y minas. Igualmente se espera que continúe la compra de TES por parte de extranjeros, aunque a un menor ritmo.
26. Con todo lo anterior, para 2019 se estima un déficit en cuenta corriente alrededor de 3,9% como proporción del PIB, lo que implicaría una ampliación adicional del desbalance externo. El rango de pronóstico para dicho período estaría entre 3,5% y 4,3% del PIB, determinado por los riesgos que existen sobre el costo y la disponibilidad de financiamiento externo, así como del crecimiento mundial y de los términos de intercambio.

27. Actualmente el Banco de la República mantiene activo un programa de acumulación de reservas internacionales a través del mecanismo de subastas de opciones *put*, el cual no persigue ningún objetivo de tipo de cambio. No obstante, dado que dichas subastas son de carácter contingente, se realizan mensualmente y su monto se anuncia solo en el momento de su convocatoria, la actual proyección de balanza de pagos solo contempla las compras ya realizadas, las cuales ascienden a USD 400 millones en lo corrido de 2019.

III. Crecimiento, demanda interna y crédito.

La información disponible al cuarto trimestre sugiere que en este período la economía habría crecido 2,7%, un ritmo similar al del tercer trimestre (2,6%). No obstante, se estima una demanda interna un poco más dinámica que la pronosticada en el informe anterior. Esto por cuanto el consumo de los hogares estaría presentando un desempeño algo mejor de la mano del gasto en bienes durables y porque el choque positivo observado en el consumo público a comienzos de año se estaría revirtiendo más lentamente que lo esperado. Aunque el pronóstico de la inversión total no cambió para el cuarto trimestre, se espera que su crecimiento esté más sustentado en la compra de maquinaria y equipo que en construcción. El mejor comportamiento de la demanda interna está siendo compensado por una demanda externa neta que resta más al PIB, ante un menor crecimiento de las exportaciones y un mayor dinamismo de las importaciones. Dado todo lo anterior, el pronóstico para todo 2018 se mantuvo en 2,6%. Para el 2019 se prevé un crecimiento del PIB de alrededor del 3,4%, contenido en un rango de entre 2,4% y 4,0%.

28. La información disponible para el cuarto trimestre de 2018 permite prever una expansión del PIB (corregido por estacionalidad y efectos calendario) que se habría ubicado levemente por encima de los registros observados a lo largo del año.
29. Esta proyección prevé un crecimiento anual para la demanda interna algo superior en el último cuarto del año con respecto a lo observado en el tercer trimestre. No obstante, el ejercicio de pronóstico del equipo técnico del Banco de la República contempla que los choques positivos a la demanda interna que se observaron en trimestres anteriores se habrían disipado parcialmente en dicho período.
30. Así, el consumo público retornaría a niveles consistentes con su tendencia mostrada desde inicios de 2016, teniendo en cuenta que los efectos positivos del ciclo electoral y del censo de población sobre este rubro del PIB se terminarían de revertir en la última parte del año, aunque a un ritmo menor que el esperado en el informe del mes anterior. Por su parte, la inversión en construcción caería en el margen, pues se espera que parte de la aceleración de la construcción de edificaciones observada en el pasado sea transitoria, dados los amplios niveles de inventarios presentes en el mercado de vivienda y de edificaciones no residenciales, así como el dinamismo limitado que han presentado los precios de estos activos en el pasado reciente.
31. El consumo privado se habría acelerado un poco en el margen, sobre todo por el desempeño esperado para el renglón de consumo de bienes durables. Adicionalmente, la formación bruta de capital habría reportado un crecimiento importante, mayor que los observados a lo largo de los trimestres anteriores. Dentro de este rubro del PIB resaltaría el comportamiento de la inversión

en maquinaria y equipo, el cual más que compensaría los bajos crecimientos contemplados para la inversión en construcción.

32. Asimismo, se habrían registrado mejores desempeños en las cuentas reales de comercio exterior, tanto en variaciones anuales como trimestrales. No obstante, éstos serían mayores para el caso de las importaciones que para el de las exportaciones. Lo anterior supone una ampliación del déficit comercial en pesos constantes y, en consecuencia, una contribución negativa de las exportaciones netas al crecimiento del PIB.
33. El comportamiento reciente de los indicadores coyunturales respalda las previsiones antes descritas (ver Cuadro 5). Las cifras de comercio interno de bienes apuntan a un desempeño satisfactorio del consumo de los hogares durante el cuarto trimestre, impulsado, sobretudo, por las ventas de vehículos. Esto se habría dado incluso a pesar de la caída reciente de la confianza de los hogares, la cual habría sido de naturaleza temporal y mostró signos de recuperación en diciembre.
34. Las series de importaciones de bienes de capital (en pesos constantes) y la serie desestacionalizada del balance de expectativas de inversión de la EMEE sugieren que la inversión en bienes de capital habría crecido a un ritmo importante durante el cuarto trimestre.
35. Por el lado de la oferta, los indicadores muestran señales dispares. La industria, el comercio y la producción petrolera presentan crecimientos favorables. Sin embargo, la producción de café y algunos indicadores relacionados con la construcción muestran un débil desempeño (ver Cuadro 5).
36. Con respecto al mercado laboral, en noviembre las series desestacionalizadas presentaron aumentos en las Tasas de Desempleo (TD) a nivel nacional, en las zonas rurales y en las cabeceras. En las trece áreas se observaron disminuciones en la Tasa Global de Participación (TGP) y en la Tasa de Ocupación (TO) junto con un aumento en la TD. Asimismo, se dieron caídas en el margen del número de ocupados a nivel nacional y en las trece áreas, y deterioros en la calidad del empleo urbano. 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 gasto asociado a la realización de jornadas electorales y la ejecución del censo.
37. Por último, la serie desestacionalizada y corregida por efectos calendario del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE registró un crecimiento anual de 2,2% en noviembre, menor que el 2,6% de octubre. El agregado del bimestre reportó una expansión anual de 2,4% (vs. 2,6% observada para el tercer trimestre). Las cifras del ISE original (sin correcciones) revelaron una expansión anual de 2,2% en noviembre (2,3% para el bimestre octubre-noviembre y 2,7% para 2018T3).
38. Teniendo en cuenta lo anterior y los resultados de los modelos de pronóstico, el equipo técnico confirmó la proyección de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre de 2018 en 2,7%, con escenarios de crecimiento alto y bajo de 3,2% y 2,2%, respectivamente. Esta cifra implica una expansión del PIB para todo el 2018 de 2,6%, similar a la cifra presentada un trimestre atrás. El rango de pronóstico que contiene esta proyección es de entre 2,5% y 2,7%.
39. Así las cosas, en el año completo la demanda interna se habría expandido con respecto a 2017, con contribuciones positivas tanto del consumo total como de la inversión. En el primer caso,

se destaca la dinámica del consumo público, rubro que se vio beneficiado por diferentes choques positivos entre el primer y tercer trimestres. La dinámica del componente privado también se aceleraría en 2018. En la inversión se registrarían comportamientos mixtos. Por un lado, la de bienes de capital se incrementaría a un ritmo superior al del resto de rubros que componen el PIB, luego de haber registrado caídas en 2017. En contraste, la inversión en construcción, tanto de vivienda como de edificaciones no residenciales y de obras civiles, habría mostrado un comportamiento mediocre para el agregado del año. Además, en 2018 el déficit comercial en pesos constantes de 2018 se habría ampliado frente a los registros de 2017, por un dinamismo más alto de las importaciones que el de las exportaciones.

Cuadro 5. Principales indicadores coyunturales de demanda y oferta

Indicador	2018T3		Octubre		Noviembre		Diciembre		2018T4		Año corrido		
	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC*	
Indicadores de Demanda	Ventas Minoristas sin combustibles (variación anual, %)	5.6%	6.0%	6.8%	7.9%	12.3%	11.5%	ND	ND	ND	ND	6.8%	6.9%
	Ventas Minoristas sin combustibles ni vehículos (variación anual, %)	4.8%	5.1%	5.5%	7.1%	6.7%	6.3%	ND	ND	ND	ND	5.5%	5.5%
	Ventas Minoristas de vehículos (variación anual, %)	10.3%	10.5%	14.3%	11.0%	43.4%	43.1%	ND	ND	ND	ND	14.8%	14.2%
	Registros de Matrículas totales (variación anual, %)	5.6%	5.9%	9.2%	10.2%	24.4%	22.5%	ND	ND	ND	ND	4.9%	4.5%
	Registros de Matrículas, uso particular (variación anual, %)	0.7%	0.9%	6.6%	7.4%	20.9%	19.7%	ND	ND	ND	ND	1.4%	1.1%
	Registros de Matrículas, uso comercial (variación anual, %)	11.2%	11.4%	12.1%	13.2%	28.0%	26.5%	ND	ND	ND	ND	9.0%	8.5%
	Encuesta de Expectativas - Ventas (niveles, balance) ¹⁾	1.76	2.72	6.35	5.42	ND	ND	ND	ND	ND	ND	-0.92	0.89
	Índice de Confianza del Consumidor (ICC, balance, niveles) ¹⁾	4.60	NA	-1.30	NA	-19.64	NA	-8.31	NA	-9.75	NA	-0.50	NA
	Encuesta de Expectativas - Inversión (niveles, balance) ¹⁾	-1.27	0.30	2.54	-0.48	ND	ND	ND	ND	ND	ND	-1.83	-0.89
	Importaciones en pesos constantes: Bienes de capital (variación anual, %)	5.0%	5.2%	50.6%	44.7%	15.5%	22.8%	30.1%	31.6%	31.9%	33.2%	10.8%	10.6%
Indicadores de Oferta	Índice de producción industrial (variación anual, %)	3.5%	3.4%	5.4%	5.6%	4.7%	3.4%	ND	ND	ND	ND	3.3%	3.5%
	Producción de café (variación anual, %)	-13.8%	-13.7%	1.2%	1.4%	-0.3%	-0.7%	-17.2%	-17.6%	-6.6%	-6.5%	-4.4%	-3.8%
	Producción de petróleo (variación anual, %)	1.1%	NA	1.7%	NA	3.8%	NA	2.2%	NA	2.6%	NA	1.4%	NA
	Demanda de energía (variación anual, %)	4.1%	4.1%	3.3%	3.3%	4.4%	4.3%	3.5%	3.5%	3.7%	3.7%	3.3%	3.3%
	Licencias de construcción, total (variación anual, %)	-5.3%	NA	-3.6%	NA	-3.0%	NA	ND	NA	ND	NA	-5.0%	NA
	Licencias de construcción, vivienda (variación anual, %)	-7.5%	NA	-13.0%	NA	-5.3%	NA	ND	NA	ND	NA	-6.1%	NA
	Producción de cemento gris (variación anual, %)	2.0%	NA	2.4%	NA	6.5%	NA	ND	NA	ND	NA	0.7%	NA
	Despachos de cemento gris (variación anual, %)	-0.5%	NA	5.2%	NA	4.2%	NA	ND	NA	ND	NA	0.0%	NA

* DAEC = Desestacionalizado y corregido por efectos calendario

¹⁾ Promedio para el trimestre y año corrido.

NA = No aplica

ND = No disponible

40. Para 2019 se prevé un crecimiento del PIB de alrededor del 3,4%, contenido en un rango de entre 2,4% y 4,0%. Este pronóstico considera unas menores perspectivas para los precios internacionales de los bienes básicos (en particular del petróleo) y de una economía mundial que sería un poco más débil. A pesar de ello, la economía colombiana seguiría teniendo acceso al financiamiento internacional, aunque éste se daría en un contexto de alta incertidumbre. Adicionalmente, se considera que los cambios de la Ley de Financiamiento suponen un impacto

positivo en materia de inversión que favorecerían el crecimiento y compensarían el menor impulso proveniente del precio del petróleo y de la demanda externa.

41. En este sentido, en 2019 la demanda interna registraría una leve aceleración, impulsada, sobre todo, por un mayor dinamismo de la inversión. Asimismo, la construcción de obras civiles reportaría crecimientos positivos, producto de la ejecución por parte de las administraciones locales y, en alguna medida, de la ejecución aplazada de los recursos de las 4G. Para el caso del consumo, el componente privado mostraría un crecimiento moderado, mayor que el de 2018, pero por debajo de su promedio histórico; mientras que el público registraría una desaceleración, lo que reflejaría el ajuste de las cuentas del Gobierno Nacional Central para cumplir con lo dictado por la Regla Fiscal.

IV. Comportamiento de la inflación y precios

La inflación observada en diciembre volvió a sorprender a la baja, debido principalmente a un comportamiento más favorable de los precios de los transables y de los no transables (sin alimentos ni regulados). Gracias a ello, la inflación sin alimentos ni regulados descendió a 2,64% y el promedio de las medidas de inflación básica cayó a 3,03%. Los precios de los alimentos siguieron ajustándose a tasas moderadas y los regulados mantuvieron incrementos anuales muy por encima del 3,0%. La brecha del producto continuó en terreno negativo contribuyendo a la reducción de la inflación, a lo cual se sumó una baja transmisión de la depreciación de los últimos meses a la inflación al consumidor, y en particular a la de transables. 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 3,4% y 3,7%.

42. En diciembre de 2018, la inflación anual al consumidor (3,18%) disminuyó 9 pb frente al resultado del mes anterior. En los últimos 10 meses la inflación anual se mantuvo relativamente estable en un rango entre 3,1% y 3,3%, después de disminuir de manera importante a comienzos de año (Cuadro 6).
43. El resultado mensual para el mes de diciembre (0,30%) se situó por debajo de lo esperado por el mercado (0,33%) y por encima de lo estimado por el equipo técnico.
44. El promedio de los indicadores de inflación básica terminó el 2018 en 3,03%, 163 pb por debajo del registro de diciembre de 2017. En diciembre, todos los indicadores de inflación básica cayeron, siendo el más alto el del IPC sin alimentos (3,48%) y el más bajo el de la inflación sin alimentos ni regulados (2,64%) (Cuadro 6).
45. En diciembre, a excepción de alimentos, todas las variaciones anuales de los grandes grupos del IPC retrocedieron frente a noviembre. En este mes, la caída en la variación anual del IPC sin alimentos fue liderada por el segmento no transable (3,79%), desempeño explicado especialmente por el subgrupo de diversión, cultura y esparcimiento y, dentro de este, por el gasto básico de servicios que incluye boletas de fútbol. En este sentido, dicha reducción es en buena parte transitoria. Por su parte, la variación anual del IPC de arriendos presentó un aumento entre noviembre y diciembre (de 3,37% a 3,42%).

46. Cabe señalar que el rubro de boletas de futbol no hace parte de la nueva canasta del consumidor que empieza a utilizarse este año. Así, esta fuente de ruido estadístico desaparecerá de la medición de la inflación.

Cuadro 6. Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A diciembre 2018

Descripción	Ponderación									Participación en porcentaje en la desaceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración año corrido
		dic-17	mar-18	jun-18	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18			
Total	100	4.09	3.14	3.20	3.23	3.33	3.27	3.18	100.00	100.00	
Sin alimentos	71.79	5.01	4.05	3.81	3.71	3.78	3.70	3.48	168.76	115.24	
Transables	26.00	3.79	1.80	1.83	1.57	1.52	1.29	1.09	51.93	69.53	
No transables	30.52	5.49	4.76	4.27	4.13	4.13	4.05	3.79	91.47	56.46	
Regulados	15.26	5.86	6.01	5.82	6.03	6.41	6.53	6.37	25.36	-10.74	
Alimentos	28.21	1.92	0.98	1.74	2.05	2.25	2.22	2.43	-68.76	-15.24	
Perecederos	3.88	5.84	7.13	8.47	9.51	9.66	7.96	8.88	-42.01	-14.92	
Procesados	16.26	-0.91	-2.01	-0.91	-0.72	-0.54	-0.15	-0.08	-13.35	-15.08	
CFH	8.07	5.21	3.32	3.13	3.32	3.52	3.55	3.68	-13.40	14.76	
Indicadores de inflación básica											
Sin Alimentos		5.01	4.05	3.81	3.71	3.78	3.70	3.48			
Núcleo 20		4.87	4.04	3.58	3.56	3.58	3.57	3.23			
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		4.02	2.99	2.71	2.81	2.89	2.90	2.76			
Inflación sin alimentos ni regulados		4.76	3.49	3.23	3.04	3.02	2.88	2.64			
Promedio indicadores inflación básica		4.66	3.64	3.33	3.28	3.32	3.26	3.03			

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

47. El IPC de transables (sin alimentos ni regulados) (1,09%), por su parte, cerró el año en un nivel muy por debajo de 3% y de aquel esperado por el equipo técnico. En los dos últimos meses se han presentado caídas en este indicador que contrastan con la estabilidad observada en los seis meses anteriores, en un rango entre 1,5% y 1,8%. Los descensos recientes se han concentrado en rubros puntuales como servicios de telefonía y pasajes aéreos. A diciembre no se percibía una transmisión de la depreciación del peso de los últimos meses a los precios de esta canasta.
48. Respecto a la variación anual del IPC de regulados, en diciembre se presentó un descenso (a 6,37%), aunque algo menor que el anticipado. La caída del último mes la explica el subgrupo de combustibles (la gasolina mantuvo sus precios estables en diciembre) y el de transporte público. En servicios públicos (7,47%) se observó un alza por energía, cuyas tarifas pueden estar recogiendo el aumento reciente del precio *spot* en Bolsa.
49. Luego de una pausa en noviembre, la inflación anual de alimentos volvió a aumentar en diciembre (de 2,22% a 2,43%), sobre todo debido a alzas en los precios de los alimentos perecederos (8,88% en diciembre). Los alimentos procesados continuaron en terreno negativo (-0,08%) y las comidas fuera del hogar aumentaron ligeramente (a 3,68%).
50. En diciembre los costos no laborales se redujeron, a juzgar por el comportamiento de la inflación anual del IPP total de oferta interna (3,09%), nivel que resultó superior al observado 12 meses atrás (1,85%), pero inferior al de noviembre (3,32%). En el último mes el componente local lideró la caída de la inflación al productor, al pasar de 3,47% en noviembre a 2,85% en diciembre, mientras lo importado aumentaba de 2,99% a 3,67%.
51. En materia de costos laborales, con cifras a noviembre y diciembre, no se registró ningún cambio en el ritmo de ajuste. Así, a diciembre los salarios de la construcción de vivienda se ajustaron a un ritmo de 3,6% (la pesada en 3,7%), mientras que a noviembre los del comercio y la industria lo hicieron al 6,3% y 5,2%, respectivamente.

52. Las expectativas de inflación presentaron un comportamiento mixto. Las expectativas de analistas (de recolección mensual) a doce meses retrocedieron de 3,50% en diciembre a 3,41% en enero. Las de veinticuatro meses aumentaron de 3,26% a 3,28%, mientras las de diciembre de 2019 se mantuvieron en 3,50%. Por su parte, aquellas implícitas en los títulos de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI) se situaron en promedio, en lo corrido al 29 de enero, en 3,47%, 3,52%, 3,61% y 3,81% a horizontes de 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. Las mediciones con respecto a la última reunión de la JDBR el 21 de diciembre, variaron en -34 pb, -17 pb, 0 pb y 6 pb, respectivamente.
53. Utilizando la curva *Forward Break-Even Inflation* (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2019 es de 3,62% (este se obtiene adicionando a la expectativa de inflación para lo que resta del año, la inflación acumulada observada). Para los años 2020, 2021 y 2022 corresponde a 3,62%, 3,63% y 3,66%, respectivamente.