



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

FEBRERO DE 2019

Informe de Política Monetaria - marzo de 2019

I. Contexto externo

El contexto externo previsto para 2019 sugiere un crecimiento promedio de los socios comerciales que se espera sea un poco menor este año que en 2018, con unas condiciones financieras internacionales que resultarían más favorables para las economías emergentes que las contempladas en el informe anterior. En particular, en EEUU la información sugiere un desempeño económico más débil que el esperado para comienzos del año que, junto con la ausencia de presiones inflacionarias, estarían postergando el aumento de la tasa de interés de la Fed¹. Para Colombia esto implicaría una senda de prima de riesgo más baja. No obstante, siguen existiendo riesgos de una desaceleración más pronunciada, tanto en las economías avanzadas como en algunas emergentes. Los datos observados indican que el desbalance externo del país se amplió en 2018 algo más de lo previsto. El menor precio esperado del petróleo, cuyo pronóstico se mantuvo inalterado en USD 63 por barril (Brent) en promedio para 2019, las condiciones de financiamiento externo del escenario central, y una buena dinámica de la demanda interna, sugieren que la ampliación del déficit corriente continuaría en este año.

1. En los últimos meses, el contexto externo enfrentado por Colombia ha estado caracterizado por unas condiciones de liquidez internacional más amplias. Los últimos anuncios por parte de la Fed, de hacer una pausa en su proceso de normalización de la política monetaria, junto con el optimismo en torno a un posible acuerdo comercial entre los Estados Unidos y China, han contribuido a una mejora en el apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales.
2. Esto se ha reflejado en un aumento de los principales índices accionarios mundiales y en una reducción de los indicadores de volatilidad financiera. Además, ha permitido una recuperación de los flujos de capitales hacia las economías emergentes y una reducción de las primas de riesgo soberano de estas economías.
3. Por otro lado, a comienzos de año los resultados económicos en algunos países, como los EE.UU. y la Zona Euro, han resultado inferiores a lo esperado. Dado lo anterior, se efectuó una leve revisión a la baja del crecimiento de los socios comerciales del país, el cual se espera sea un poco menor este año que en 2018. En el 2020 la desaceleración continuaría, acorde con un crecimiento menor de las economías avanzadas, que en el caso de los Estados Unidos sería más cercano a su potencial, y con el proceso de ajuste de la economía china. No obstante, se destaca el hecho de que siguen existiendo riesgos importantes de una desaceleración más pronunciada tanto en las economías avanzadas como las emergentes.
4. En cuanto a las economías de América Latina, para los próximos años se espera un mejor desempeño de las grandes economías de la región (Brasil y Argentina). Para el resto de economías, en 2019 se pronostica una desaceleración en su ritmo de crecimiento frente a lo estimado para 2018.
5. Frente al informe anterior no se cambió el pronóstico del precio del petróleo para 2019 y 2020.

¹ Cabe señalar que la proyección de la senda de tasa de interés externa incluida en el escenario central del equipo técnico se realizó antes de conocerse el comunicado emitido por los miembros del Comité de la Fed el día 20 de marzo de 2019.

Escenario central o más probable (Cuadro 1)

6. En este informe se revisó levemente a la baja el pronóstico de crecimiento promedio de los socios comerciales para 2019 y 2020 a 2,27% y 2,19%, respectivamente (ver Cuadro 1). Estas tasas de crecimiento representan una desaceleración frente a lo estimado para 2018 (2,5%), aunque siguen siendo superiores a las observadas en 2015 y 2016 (1,85% en promedio). Estos pronósticos no contemplan los posibles impactos positivos que puedan tener el retiro de algunos aranceles por parte de los Estados Unidos y China. De igual forma, no contempla la imposición de nuevas restricciones al comercio por parte de Estados Unidos a otros socios comerciales.

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

País o región	2018	2019			2020		
	Central	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	2,9	1,4	2,4	3,1	0,7	1,7	2,7
	2,9	1,4	2,5	3,2		1,8	
Zona Euro	1,8	0,7	1,5	2,1	0,5	1,5	2,5
	1,9	0,7	1,6	2,2		1,5	
China	6,6	5,4	6,2	6,7	5,0	6,0	7,0
	6,6	5,4	6,2	6,7		6,0	
Brasil	1,1	1,4	2,3	3,5	1,3	2,4	3,4
	1,3	1,3	2,3	3,4		2,5	
Ecuador	1,1	-0,7	0,6	2,3	0,2	1,2	2,0
	1,1	-0,7	0,6	2,3		1,2	
Venezuela	-14,0	-12,0	-7,0	-3,0	-10,0	-5,0	-1,0
	-14,0	-11,0	-6,0	-1,0		-5,0	
Perú	4,0	2,5	3,8	5,0	2,4	3,7	5,0
	3,8	2,5	3,8	5,0		3,8	
México	2,0	0,7	1,9	3,0	0,6	2,0	3,2
	2,1	0,8	2,0	3,3		2,1	
Chile	4,0	2,3	3,3	4,3	2,1	3,1	4,1
	4,0	2,4	3,4	4,4		3,1	
Total socios (sin Venezuela)	2,5	1,4	2,27	3,1	1,3	2,19	3,0
Total socios (sin Venezuela) (dic-18)	2,5	1,4	2,35	3,2		2,24	

Bien	2018	2019			2020		
	Observado	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
Petróleo (Brent)	71,6	52	63	73	50	62	72
		52	63	77		62	
Carbón	85,8	70	81	91	62	77	90
		67	81	91		78	
Café	1,37	1,20	1,35	1,50	1,20	1,40	1,60
		1,20	1,40	1,60		1,42	
Oro	1269	1.500	1.300	1.150	1.550	1.350	1.150
		1.500	1.270	1.100		1.300	

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

7. En el escenario central se supone que la Fed seguirá con su estrategia 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 bajos niveles de inflación y las escasas presiones que se prevén hacia futuro en este frente, estarían postergando el aumento de la tasa de interés de la Fed para finales de 2019. Se supone que el programa de reducción en la hoja de balance se continúa cumpliendo de acuerdo con lo anunciado.
8. No obstante, el 20 de marzo de 2019 se dieron a conocer las proyecciones por parte de los miembros del Comité de la Fed (FOMC), las cuales incorporan cero incrementos de la tasa en 2019 y un incremento en 2020. Ante esta noticia, parte del mercado estaría anticipando un posible recorte de tasas con mayor probabilidad en el 2020. Adicionalmente, se anunció que la fase final de la reducción de su hoja de balance comenzará en mayo y finalizará en septiembre de este año. Los efectos de este cambio no están contemplados en el escenario central de este Informe.
9. En el caso del Banco Central Europeo, de acuerdo con lo anunciado, se espera que no haya cambios en las tasas de referencia antes de la primera mitad de 2019 y que continúe por un período extendido de tiempo la reinversión total de los pagos de activos vencidos adquiridos en su programa de compra de activos (APP).
10. En lo corrido del año se ha observado una recuperación en el precio del petróleo (USD 63,1 por barril) frente a lo observado en diciembre de 2018 (USD 57,3 por barril). Este aumento ha sido resultado, en gran medida, de los recortes de la OPEP y sus aliados. A lo anterior se ha sumado los recortes adicionales de Arabia Saudita, las sanciones a la empresa venezolana PDVSA y la disminución de la producción en Irán, Canadá y Libia. Sin embargo, las condiciones de oferta y demanda global por petróleo no sugieren cambios en el pronóstico del precio del petróleo para 2019. En particular, para el promedio del presente año se espera un precio de USD 63 por barril (Brent) y uno de USD 62 para 2020.
11. Las primas de riesgo soberano de la región han disminuido en los últimos meses. Para Colombia, estas primas (medidas a través de los *CDS* a cinco años) han disminuido, en promedio, de 143,4 en diciembre 2018 a 122,8 en lo corrido del año. Hacía adelante, unas condiciones financieras más holgadas que las contempladas en el informe anterior, contribuirían a que la convergencia de la prima de riesgo soberano a los niveles de largo plazo sea más lenta.
12. El escenario central de pronóstico de crecimiento de los socios comerciales sigue enfrentando importantes riesgos a la baja. Las preocupaciones sobre la duración de la actual fase expansiva de la economía global han aumentado recientemente y ahora se asigna una mayor posibilidad a una fuerte desaceleración económica a la vuelta de un año o algo más. Adicionalmente, ese ciclo bajista futuro podría ser reforzado por la adopción de medidas proteccionistas en EEUU y otros países, y por un eventual desenlace traumático del *Brexit*, entre otros. Un factor de riesgo a mediano plazo son los altos niveles de deuda registrados en algunas economías.
13. Un factor de riesgo positivo para la economía colombiana sería una prima de riesgo más baja que la contemplada en el escenario central, dadas las amplias condiciones de liquidez internacional.

II. Comercio exterior y Balanza de pagos

Exportaciones de bienes

14. En enero de 2019, el valor en dólares de las exportaciones totales registró una disminución anual de 7,8%, explicado por la caída en el grupo de bienes de origen minero (-12,9%). En este grupo, las ventas de carbón y petróleo crudo fueron las que más se contrajeron. Por su parte, el resto de las exportaciones presentaron un crecimiento leve de 1,5% (Cuadro 2).
15. En el mes, el valor de las exportaciones disminuyó principalmente por las caídas en los precios, reflejadas en una contracción anual de 8,2% del índice de precios. Con respecto al índice de cantidades, este mostró un ligero aumento de 0,4%. La disminución en los precios, en términos anuales, se explica por la caída de los precios en los tres grupos de bienes. La contracción más fuerte la presentó el grupo minero con 10,5% menos que lo observado hace un año; los de origen agrícola y del resto de exportaciones se redujeron 4,1% y 3,4%, respectivamente.

Cuadro 2. Comportamiento de las exportaciones en dólares

EXPORTACIONES				
Enero de 2019				
	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	-7,8%			
Bienes de origen minero	-12,9% [-8,0]	Carbón, lignítico y turba	-31,9%	-6,4
		Petróleo crudo	-15,0%	-5,1
		Ferroníquel	48,5%	0,6
Bienes de origen agrícola	-1,6% [-0,2]	Flores	-12,5%	-0,4
		Café (sin tostar)	2,0%	0,2
		Banano	2,4%	0,1
Resto de exportaciones*	1,5% [0,4]	Vehículos automotores y otros tipos de transporte	110,0%	0,9
		Productos químicos	4,4%	0,3

Fuente: DANE

Importaciones de bienes

16. El valor de las importaciones declaradas en enero creció 10,4% frente al mismo mes de 2018, explicado en especial por los bienes intermedios y los de capital que aportaron respectivamente 6,2 puntos porcentuales (pp) y 3,1 pp a la variación total. Se destaca el aumento de las compras externas de materias primas para la industria, las cuales aumentaron 12,6% en términos anuales y aportaron 4,5 pp al crecimiento total (Cuadro 3).

Cuadro 3. Comportamiento de las importaciones en dólares

IMPORTACIONES				
Enero de 2019				
	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	10,4%			
Bienes de capital	10,1% [3,1]	Equipo de transporte	21,7%	1,5
		Bienes de capital para la industria	4,9%	1,0
Materias primas	13,0% [6,2]	Materias primas para la industria	12,6%	4,5
		Materias primas para la agricultura	34,3%	2,3
Bienes de consumo	5,4% [1,2]	Bienes de consumo duradero	8,3%	0,8
		Vehículos de transporte particular	16,8%	0,8
		Bienes de consumo no duradero	3,2%	0,4
		Productos alimenticios	14,5%	0,6

Fuente: DANE

Balanza Comercial de bienes

17. Con los resultados anteriores, la balanza comercial en enero mostró un déficit de USD 1.026 millones (FOB). Esto significa un aumento de USD 640 millones con respecto al año anterior.

Balanza de Pagos

18. Con los resultados observados en 2018 y el escenario de contexto externo presentado en la sección anterior, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2019 es de 4,3% del PIB (USD 14.341 m) en el escenario central. El rango de pronóstico para dicho período estaría entre 3,9% y 4,7% del PIB, determinado por los riesgos que existen sobre los términos de intercambio, el costo y la disponibilidad de financiamiento externo, así como el crecimiento mundial.
19. El mayor déficit en cuenta corriente estimado para 2019 frente al observado en 2018 (3,8% del PIB), se explicaría, principalmente, por la ampliación del déficit comercial de bienes (Cuadro 4). En cuanto al resto de rubros, se espera que estos contribuyan menos a la ampliación del déficit externo.
20. El impulso que tuvieron en 2018 el valor de las exportaciones de los principales productos se disiparía en 2019, en línea con el retroceso esperado de los términos de intercambio (-7,3%). Esto debido en mayor medida a un precio del petróleo menor que en 2018. También se espera un menor precio de exportación del carbón colombiano. Así, se prevé que las exportaciones de los principales productos disminuyan 3,5% en 2019. Adicionalmente, se espera un crecimiento moderado de las ventas externas de bienes industriales (4,7%), en un contexto de leve desaceleración del crecimiento de los principales socios comerciales.
21. Por otro lado, se estima que continúe la senda positiva de crecimiento de las importaciones, en línea con el mayor crecimiento previsto de la demanda interna. Todo lo anterior explicaría el aumento significativo del déficit comercial de bienes (Cuadro 4).
22. 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.

23. Frente a lo esperado en el informe anterior, en esta ocasión se prevén unas condiciones financieras internacionales más laxas las cuales incidirían en mayores flujos de capital extranjero que lo estimado en enero. Así, en términos del financiamiento de la cuenta corriente, para 2019 se estima que continúen los flujos por otra inversión, originados tanto en liquidaciones de activos externos, como por contratación de nueva deuda. Se prevé un crecimiento de los flujos de IED, impulsada por los recursos destinados a sectores diferentes de petróleo y minas, y se espera que se mantenga, aunque a un menor ritmo que el año anterior, la compra de TES por parte de extranjeros.
24. La actual proyección de balanza de pagos solo contempla las compras dentro del programa de acumulación de reservas ejercidas hasta la segunda semana de marzo de 2019, que fueron de USD 800 millones. Adicionalmente, incluye la compra directa de USD 1,000 m por parte del Banco de la República al Tesoro Nacional.

Cuadro 4. Proyección Balanza de Pagos

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2017 (pr)	2018 (pr)	2019
			Central
CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)	-10.296	-12.661	-14.341
Porcentaje del PIB	-3,3	-3,8	-4,3
A. Bienes	-4.571	-5.316	-9.182
a. Exportaciones	39.676	44.316	44.021
Principales	27.433	30.790	29.547
Resto de exportaciones	12.243	13.527	14.475
b. Importaciones	44.247	49.633	53.204
B. Servicios no factoriales	-3.917	-3.809	-3.050
a. Exportaciones	8.461	9.457	10.462
b. Importaciones	12.378	13.266	13.512
C. Renta de los Factores	-8.405	-11.141	-10.299
D. Transferencias corrientes	6.596	7.605	8.191
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C+D)	-9.644	-11.981	-14.341
A. Inversión directa neta	-10.147	-5.888	-6.777
B. Inversión de Cartera	-1.617	1.222	-3.571
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	1.606	-8.502	-6.873
D. Activos de Reserva	513	1.187	2.879
ERRORES Y OMISIONES	652	679	0
<i>Memoitem:</i>			
Neto sector minero y petrolero (a-b) ¹	17.777	20.224	19.543
a. Exportaciones	20.917	24.776	23.308
b. Utilidades renta de factores	3.141	4.552	3.765

¹ Incluye petróleo y sus derivados, carbón y ferroníquel.

III. Crecimiento, demanda interna y crédito.

Para el cuarto trimestre el crecimiento económico resultó algo mejor que el previsto, con una demanda interna más dinámica que la esperada. Lo anterior, debido al buen desempeño del consumo público y de la inversión, la cual creció a una tasa históricamente alta por segundo trimestre consecutivo. Contrario a lo que se esperaba, esto obedeció especialmente a una fuerte acumulación de inventarios y a una aceleración no anticipada del gasto en construcción, más que al desempeño de la inversión en maquinaria y equipo. El mejor comportamiento de la demanda

interna fue compensado por una demanda externa neta que restó al crecimiento del PIB, consistente con una ampliación del déficit comercial mayor que lo esperado. En este contexto, para el primer trimestre 2019 el crecimiento anual volvería a aumentar, con una demanda interna que mantendría un buen dinamismo y una demanda externa que restaría menos al PIB. En este informe se proyecta un crecimiento anual del PIB del primer trimestre de 2019 de 3,2%, una cifra cercana a la estimación del crecimiento potencial de la economía colombiana.

25. El crecimiento anual del PIB del cuarto trimestre de 2018 fue 2,9% anual (serie corregida por estacionalidad y efectos calendario). Entre trimestres, la serie corregida aumentó 0,6%, lo que en términos anualizados corresponde a 2,4% (Cuadro 5).
26. Los resultados de crecimiento anual del PIB estuvieron algo por encima de lo esperado por el equipo técnico del Banco de la República en el más reciente *Informe sobre Inflación* (2,7% para 2018.T4 y 2,6% para todo 2018) y por el resto de analistas del mercado (2,6% para 2018). Esto obedeció, en parte, a las fuertes revisiones de las series históricas que se observaron en esta ocasión. La de mayor magnitud se dio en el crecimiento anual del PIB de 2017, que fue revisado de 1,8% a 1,4%.
27. Por el lado del gasto, en el cuarto trimestre se observó una aceleración de la demanda interna. Este comportamiento fue resultado, principalmente, de un mejor desempeño de la formación bruta de capital. En particular, se destacó el buen crecimiento de la inversión en construcción, tanto de vivienda como de otros edificios y estructuras. La de maquinaria y equipo cayó en términos anuales. El consumo total se desaceleró en el margen, producto de menores tasas de crecimiento tanto del componente privado como del público. Las exportaciones netas contribuyeron negativamente a la expansión del PIB, por cuenta de un importante aumento de las importaciones, que más que compensó el de las exportaciones (Cuadro 5).

Cuadro 5. Resultados del PIB por el lado de la demanda

	2017	2018				2018
	Año completo	I. Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año completo
Consumo Total	2.4%	3.9%	4.4%	3.8%	3.6%	3.9%
Consumo Interno de Hogares	2.1%	3.4%	3.9%	3.6%	3.3%	3.5%
Bienes no durables	3.1%	4.4%	5.2%	3.9%	3.6%	4.2%
Bienes semidurables	0.8%	3.0%	5.1%	5.3%	4.4%	4.4%
Bienes durables	-4.3%	6.4%	8.1%	5.3%	5.6%	6.3%
Servicios	2.7%	2.8%	2.6%	2.4%	2.5%	2.6%
Consumo Final del Gobierno	3.8%	6.0%	5.9%	6.2%	5.4%	5.9%
Formación Bruta de Capital	-3.2%	-2.3%	-1.8%	8.7%	9.9%	3.5%
Formación Bruta de Capital Fijo	1.9%	-0.9%	-2.8%	2.9%	5.4%	1.1%
Vivienda	-1.9%	-4.8%	-1.0%	0.9%	5.8%	0.0%
Otros edificios y estructuras	4.6%	-2.2%	-2.6%	1.5%	9.5%	1.5%
Maquinaria y equipo	1.4%	8.8%	-0.8%	0.2%	-3.8%	1.0%
Recursos biológicos cultivados	0.3%	-2.7%	2.0%	7.6%	-2.6%	0.9%
Productos de propiedad intelectual	2.5%	4.0%	5.3%	4.7%	4.1%	4.5%
Demanda Interna	1.2%	3.5%	3.3%	4.0%	4.5%	3.8%
Exportaciones Totales	2.5%	-0.2%	0.4%	1.6%	3.1%	1.2%
Importaciones Totales	1.2%	0.3%	8.3%	7.9%	15.6%	8.0%
Producto Interno Bruto	1.4%	2.2%	2.6%	2.9%	2.9%	2.7%

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

28. Desde el punto de vista sectorial, durante el cuarto trimestre de 2018 se destacó el buen desempeño de la construcción, afín con lo observado por el lado de la demanda, y debido principalmente a la recuperación de las obras civiles. La industria continuó mostrando un comportamiento favorable, al tiempo que la rama de comercio, transporte y alojamiento presentó un desempeño similar al de los tres primeros trimestres (Cuadro 6).
29. Para el agregado de 2018, las cifras por el lado de la demanda muestran una recuperación de la dinámica de crecimiento de la economía colombiana frente a 2017. En este año se aceleró la demanda interna, de la mano de una mejoría de comportamiento del consumo total. La inversión también aportó al crecimiento, luego de las caídas observadas en 2017. Lo anterior se correspondió, consecuentemente, con una ampliación del déficit comercial en pesos constantes (lo cual es afín con las cifras en dólares de balanza de pagos). Por el lado de la oferta, 2018 fue un año en el que el dinamismo de los sectores relacionados con servicios fue sobresaliente, pues los mayores crecimientos fueron los registrados por las ramas de actividades profesionales y administración pública y defensa, educación y salud. La industria también presentó un buen comportamiento.

Cuadro 6. Resultados del PIB por el lado de la oferta

Rama de actividad	2017	2018				
	Año completo	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV trim	Año completo
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	5.5%	2.2%	3.7%	1.3%	0.8%	2.0%
Explotación de minas y canteras	-5.7%	-3.5%	-3.2%	2.7%	1.0%	-0.8%
Industria manufacturera	-1.8%	0.1%	2.5%	2.8%	2.6%	2.0%
Electricidad, gas y agua	2.9%	2.9%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%
Construcción	-2.0%	-4.3%	-5.2%	5.3%	5.6%	0.3%
Edificaciones	-5.2%	0.1%	-5.6%	5.7%	3.9%	1.0%
Obras Cíviles	6.5%	-3.7%	-3.8%	-2.9%	7.8%	-0.6%
Actividades especializadas para la construcción	-4.0%	-1.0%	-5.7%	2.1%	1.0%	-0.9%
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	1.9%	3.1%	3.2%	3.2%	3.0%	3.1%
Información y comunicaciones	-0.2%	0.6%	3.1%	5.5%	3.2%	3.1%
Actividades financieras y de seguros	5.4%	4.7%	3.8%	1.6%	2.3%	3.1%
Actividades inmobiliarias	3.1%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%	2.0%
Actividades profesionales, científicas y técnicas	1.3%	7.2%	6.1%	3.4%	3.4%	5.0%
Administración pública y defensa, educación y salud	3.5%	5.2%	4.2%	3.5%	3.7%	4.1%
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	2.2%	0.7%	1.6%	0.9%	2.5%	1.4%
Subtotal Valor agregado	1.4%	2.4%	2.1%	2.9%	2.5%	2.5%
Impuestos menos subsidios	1.1%	2.1%	3.1%	2.6%	2.5%	2.6%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	1.4%	2.2%	2.6%	2.9%	2.9%	2.7%

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

30. La información disponible para el primer trimestre de 2019 sugiere que la economía colombiana continuaría ganando dinamismo, acercándose gradualmente a su tasa de crecimiento potencial de largo plazo. La proyección del equipo técnico contempla una demanda interna que mantendría un buen crecimiento, así como unas exportaciones netas que restarían menos al crecimiento del PIB.
31. En este contexto, el consumo privado registraría una leve desaceleración en el margen, por cuenta de la base alta de comparación en igual período de 2018 para el caso de bienes durables, principalmente. No obstante, entre trimestres se registrarían aumentos, y se mantendría la tendencia creciente que mostró este componente del PIB a lo largo del año pasado. En contraste, el consumo público se aceleraría en su tasa de crecimiento anual, producto del efecto de una base baja de comparación en 2018.T1. A pesar de lo anterior, se observaría una desaceleración trimestral.
32. La inversión también contribuiría al mejor desempeño del PIB. En particular, se prevé que se mantenga el buen comportamiento de la inversión en construcción, sobre todo del segmento de obras civiles. Por el lado de la demanda externa, se prevé una aceleración de las exportaciones, y, en menor medida, de las importaciones. Con ello, el déficit comercial en términos reales se reduciría en el margen, por lo que las exportaciones netas restarían un poco menos a la expansión del PIB.
33. El comportamiento reciente de los indicadores coyunturales respalda el escenario descrito (ver Cuadro 7). En efecto, con respecto al consumo de los hogares, las cifras de comercio minorista registraron crecimientos, y a pesar de que los registros de ventas y de matrículas de vehículos

sugieren un menor dinamismo del consumo durable frente al cuarto trimestre de 2018, la confianza de los consumidores continúa mostrando una tendencia de recuperación.

34. Con respecto a la Formación Bruta de Capital, las series de importaciones de bienes de capital (en pesos constantes) continúan creciendo a un buen ritmo, aunque menor que el registrado hacia finales de 2018. Para el caso de la inversión en construcción (tanto de vivienda como de obras civiles y edificaciones no residenciales), el equipo técnico prevé que se mantenga la dinámica positiva observada durante la segunda mitad del año pasado.

Cuadro 7. Principales indicadores coyunturales de demanda y oferta

Indicador	2018T4		2018		Enero		Febrero		Año corrido		
	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC*	
Indicadores de Demanda	Ventas Minoristas sin combustibles (variación anual, %)	9.0%	9.3%	7.0%	6.9%	3.3%	4.5%	ND	ND	3.3%	4.5%
	Ventas Minoristas sin combustibles ni vehículos (variación anual, %)	5.8%	6.4%	5.4%	5.5%	4.6%	4.2%	ND	ND	4.6%	4.2%
	Ventas Minoristas de vehículos (variación anual, %)	28.8%	26.7%	16.1%	15.4%	-4.1%	15.1%	ND	ND	-4.1%	15.1%
	Registros de Matrículas totales (variación anual, %)	22.1%	20.6%	7.6%	6.5%	-2.8%	-2.8%	0.7%	1.0%	-1.0%	-0.9%
	Registros de Matrículas, uso particular (variación anual, %)	19.9%	18.4%	4.2%	3.1%	-7.3%	-7.3%	-4.8%	-4.5%	-6.0%	-5.9%
	Registros de Matrículas, uso comercial (variación anual, %)	24.3%	23.2%	11.4%	10.4%	2.1%	2.1%	6.4%	6.6%	4.4%	4.4%
	Encuesta de Expectativas - Ventas (niveles, balance) ¹	9.94	4.18	1.19	1.21	ND	ND	ND	ND	ND	ND
	Índice de Confianza del Consumidor (ICC, balance, niveles) ¹	-9.75	NA	-0.50	NA	-2.79	NA	-5.57	NA	-4.18	NA
	Encuesta de Expectativas - Inversión (niveles, balance) ¹	5.76	1.67	-0.30	-0.30	ND	ND	ND	ND	ND	ND
	Importaciones en pesos constantes: Bienes de capital (variación anual, %)	15.4%	14.6%	11.4%	10.8%	15.4%	15.4%	21.1%	20.7%	18.1%	18.1%
Indicadores de Oferta	Índice de producción industrial (variación anual, %)	3.1%	2.7%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	ND	ND	3.0%	3.0%
	Producción de café (variación anual, %)	-6.6%	-6.4%	-4.5%	-4.0%	14.6%	14.9%	-8.7%	-9.1%	2.5%	2.4%
	Producción de petróleo (variación anual, %)	2.6%	NA	1.4%	NA	4.5%	NA	8.4%	NA	6.4%	NA
	Demanda de energía (variación anual, %)	3.7%	NA	3.3%	NA	3.8%	NA	5.2%	NA	4.5%	NA
	Licencias de construcción, total (variación anual, %)	-8.8%	NA	-6.4%	NA	-12.5%	NA	ND	NA	-12.5%	NA
	Licencias de construcción, vivienda (variación anual, %)	-9.8%	NA	-6.5%	NA	-9.2%	NA	ND	NA	-9.2%	NA
	Producción de cemento gris (variación anual, %)	5.1%	NA	1.2%	NA	2.2%	NA	ND	NA	2.2%	NA
	Despachos de cemento gris (variación anual, %)	4.1%	NA	0.2%	NA	1.0%	NA	ND	NA	1.0%	NA
ISE	Índice de Seguimiento a la Economía, serie desestacionalizada, ISE (variación anual, %)	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	ND	ND	ND	ND	ND	ND

* DAEC = Desestacionalizado y corregido por efectos calendario

¹ Promedio para el trimestre y año corrido.

NA = No aplica

ND = No disponible

35. Por el lado de la oferta, los indicadores muestran señales dispares. Mientras la industria, la producción de café y petróleo presentan crecimientos favorables, el comercio se desaceleró de forma significativa y algunos indicadores relacionados con la construcción continúan presentando un débil desempeño (ver Cuadro 7).

36. Teniendo en cuenta lo anterior, se proyecta un crecimiento anual del PIB para el primer trimestre de 2019 de 3,2%.
37. Pese a las mejores cifras de crecimiento, algunos resultados del mercado laboral en los últimos meses han sido poco satisfactorios por razones que aún están por identificarse. Si bien, a enero, las cifras desestacionalizadas de los niveles de empleo a nivel nacional y urbano, así como las de ocupados formales y asalariados en las trece áreas mostraron una recuperación leve, las tasas de desempleo (TD) de ambos dominios se mantienen por encima de los niveles registrados en el mismo trimestre móvil (noviembre-enero) de años anteriores. Las tasas Global de Participación (TGP) y de Ocupación (TO) urbanas presentan una tendencia a la baja, con reducciones menores en la TGP que en la TO, lo que explica el incremento en la TD de los últimos meses. Por ramas de actividad, el comercio, hoteles y restaurantes fue el sector que más restó al crecimiento anual del empleo nacional en enero, mientras que la construcción se mantuvo como una de las ramas de mayores contribuciones positivas en el empleo.

IV. Comportamiento de la inflación y precios

En los primeros meses, la inflación anual al consumidor ha sorprendido a la baja, presentado una tendencia decreciente que no había sido prevista. Los resultados han sido menores que los esperados en todos los subgrupos de análisis (transables, no transables, alimentos y regulados). Gracias a ello, la inflación sin alimentos ni regulados descendió a 2,41% y el promedio de las medidas de inflación básica cayó a 2,81%. La baja transmisión de la depreciación acumulada a los precios al consumidor, un posible impacto bajo del ajuste del salario mínimo y una brecha del producto negativa explicarían, entre otras razones, este comportamiento favorable. Adicionalmente, los precios de los alimentos no parecen estar siendo afectados por factores climáticos adversos. No obstante, no se puede descartar que parte de los errores de pronóstico puedan obedecer a los cambios metodológicos introducidos por el DANE. Las expectativas de los analistas se encuentran entre 3,2% y 3,3% a diferentes horizontes no mayores a 24 meses y las derivadas de los títulos de deuda pública alrededor de 3,3%.

38. La inflación anual al consumidor en febrero sorprendió a la baja. El resultado fue 3,01%, 14 puntos base (pb) menos que la cifra del mes anterior (Cuadro 8). El dato mensual para el mes de febrero fue 0,57%, significativamente menor que lo esperado por el mercado (0,73%) y por el equipo técnico del Banco de la República. Los resultados fueron menores que los previstos en las cuatro principales sub-canastas (alimentos, regulados, no transables y transables).
39. En la inflación básica también se presentó una importante reducción, no enteramente prevista. El promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco se situó en febrero en 2,81%, por debajo del 3% y del registro de enero (2,99%) y diciembre (3,03%). En febrero, todos los indicadores de inflación básica cayeron a excepción del núcleo 20, siendo el más alto el del IPC sin alimentos (3,14%) y el más bajo el de la inflación sin alimentos ni regulados (2,41%) (Cuadro 8).

40. En febrero, los ajustes anuales de las grandes agrupaciones del IPC cayeron, con la excepción de alimentos. La disminución de la variación anual del IPC sin alimentos (de 3,46% a 3,14%), fue liderada en su orden por los no transables, por transables y por regulados.
41. Dentro del IPC no transable (que pasó de 3,87% en enero a 3,38% en febrero), la mayor contracción se observó en el segmento de afectados por el tipo de cambio (en especial por transporte escolar y suscripción y servicio de televisión por redes y cables), seguido de indexados (liderados por la caída en los rubros de educación) y por último arriendos.

Cuadro 8. Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A febrero 2019

Descripción	Ponderación	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18	ene-19	feb-19
Total	100.00	4.09	3.14	3.20	3.23	3.18	3.15	3.01
Sin alimentos	76.09	5.01	4.05	3.81	3.71	3.48	3.46	3.14
Transables	18.69	3.79	1.80	1.83	1.57	1.09	1.02	0.85
No transables	42.45	5.49	4.76	4.27	4.13	3.79	3.87	3.38
Regulados	14.95	5.86	6.01	5.82	6.03	6.37	6.03	5.65
Alimentos	23.91	1.92	0.98	1.74	2.05	2.43	2.56	2.84
Perecederos	3.16	5.84	7.13	8.47	9.51	8.88	8.89	8.32
Procesados	11.93	-0.91	-2.01	-0.91	-0.72	-0.08	0.22	0.64
CFH	8.82	5.21	3.32	3.13	3.32	3.68	3.68	3.97
Indicadores de inflación básica								
Sin Alimentos		5.01	4.05	3.81	3.71	3.48	3.46	3.14
Núcleo 20		4.87	4.04	3.58	3.56	3.23	3.09	3.13
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		4.02	2.99	2.71	2.81	2.76	2.69	2.57
Inflación sin alimentos ni regulados		4.76	3.49	3.23	3.04	2.64	2.71	2.41
Promedio indicadores inflación básica		4.66	3.64	3.33	3.28	3.03	2.99	2.81

42. El comportamiento de los no transables en febrero sugiere que el aumento del salario mínimo en 6,0% puede estar teniendo un efecto más reducido que el anticipado, sobre todo en el caso de los precios del componente de los servicios personales (rubros del IPC con alto contenido de salarios). Asimismo, la reducción de la inflación en 2018, con un dato al final de ese año muy cercano a la meta, ha hecho que los mecanismos de indexación en rubros como los arriendos y educación, entre otros, contribuyan al descenso de la inflación. Adicionalmente, en el caso de educación, también los avances metodológicos en la medición de las pensiones en la educación preescolar, primaria y secundaria habrían reducido el ritmo de ajuste de los precios en este rubro.
43. El ajuste anual en el IPC de transables mantuvo una tendencia decreciente en febrero, situándose en este mes en 0,85%, algo inferior al nivel esperado por el equipo técnico. De esta manera, sigue sin observarse una transmisión de la depreciación del tipo de cambio, ocurrida en la segunda mitad de 2018, a los precios de esta sub-canasta. Los descensos recientes se han concentrado en rubros puntuales como pasajes aéreos y medicinas, entre otros.
44. El IPC de regulados continuó mostrando ajustes anuales de precios significativamente superiores al resto de canastas. No obstante, en febrero su variación anual se redujo (a 5,65%) alcanzando un nivel inferior al anticipado por el equipo técnico. La caída estuvo liderada por combustibles (de 6,75% a 5,53%), seguida por los servicios públicos (de 7,59% a 7,33%) y por transporte (de 4,13% a 4,01%).
45. En los servicios públicos sorprendió favorablemente el servicio de energía, cuyas tarifas al parecer no incorporan aún los sobrecostos por las obras de Hidroituango, entre otros factores

alcistas, los cuales deberán presentarse en los próximos meses. Por ello se considera que parte del descenso en la variación anual del IPC de servicios públicos de febrero se revertiría en lo que resta del año.

46. En febrero, la variación anual del IPC de alimentos, que incluye comidas fuera del hogar, (2,84%) continuó aumentando gradualmente. El repunte de este segmento del IPC en el último mes lo explica los alimentos procesados (al pasar de 0,22% a 0,64%) y las comidas fuera del hogar (de 3,68% a 3,97%). Cabe destacar que a febrero no se observaba un impacto alcista relevante del posible evento de El Niño, con un abastecimiento interno de alimentos que hasta dicha fecha parecía normal.
47. La inflación anual del Índice de Precios al Productor (IPP) total de oferta interna, que aproxima el comportamiento de los costos no laborales, se redujo en febrero (3,35%) frente a lo observado en enero (3,42%), pero aumentó respecto a diciembre de 2018 (3,09%). En el último mes el componente importado ejerció presiones a la baja, al pasar de 4,84% en enero a 4,24% en febrero, mientras el IPP local aumentó de 2,82% a 2,98%.
48. En materia de costos laborales, también se registró un comportamiento mixto. En febrero, el ritmo de ajustes de los salarios de la construcción disminuyó en el segmento de construcción pesada (de 4,1% a 3,7%) y se mantuvo sin cambios de importancia en la construcción de vivienda (3,1%). Por su parte, con información a enero, el ajuste anual de los salarios del comercio aumentó de 6,8% en diciembre a 8,4% en enero y los de la industria de 5,1% a 6,3%².
49. Las expectativas de inflación también presentaron un comportamiento mixto con cifras a marzo. Las expectativas de analistas (de recolección mensual) cayeron de 3,41% en febrero a 3,23% en marzo y también las de doce meses de 3,34% a 3,30%. Las de veinticuatro meses aumentaron (de 3,22% a 3,28%), al igual que las de diciembre de 2020 (de 3,23% 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 19 de marzo, en 3,0%, 3,10%, 3,22% y 3,50% a horizontes de 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. Las mediciones con respecto a la última reunión de la JDBR el 22 de febrero, variaron en -48 pb, -38 pb, -26 pb y -18 pb, respectivamente.
50. Utilizando la curva *Forward Break-Even Inflation (FBEI)*, las expectativas de inflación para los años 2020, 2021 y 2022 corresponden a 3,25%, 3,30% y 3,40%, respectivamente.

² Los ajustes anuales de los salarios de la industria corresponden a un empalme, realizado en el Banco de la República, entre las cifras de la Encuesta Mensual Manufacturera (EMM) y la Encuesta Mensual Manufacturera con Enfoque Territorial (EMMET). Desde enero de 2019 los resultados de la Industria manufacturera se publican en la EMMET, que incluye información para el total nacional, departamentos, áreas metropolitanas y principales ciudades del país.