



# 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**

MARZO DE 2019

## Informe de Política Monetaria - abril de 2019

### I. Contexto externo

*En el último mes, los anuncios de la Fed sugieren mayores riesgos a la baja en el crecimiento económico de los Estados Unidos, frente a lo previsto en el informe anterior. Este hecho, unido a la ausencia de presiones inflacionarias, ha reducido significativamente la probabilidad de que se produzcan incrementos en la tasa de interés externa este año y el próximo. Dado lo anterior, se espera un costo de financiamiento internacional más bajo que el previsto anteriormente. Para Colombia, esto deberá traducirse en una senda de prima de riesgo más baja, con una convergencia más lenta a su promedio histórico. En este entorno, no se efectuaron cambios sustanciales en los pronósticos de crecimiento de los socios comerciales del país. No obstante, siguen existiendo riesgos de una desaceleración más pronunciada, tanto en las economías avanzadas como en algunas emergentes. El precio del petróleo ha superado los pronósticos efectuados hace un mes, aunque se estima que esto sería un fenómeno transitorio. Para los próximos meses se espera que retorne a su nivel de largo plazo (USD 62 por barril de Brent), con lo cual el promedio del año se prevé en un nivel de USD 63,4 por barril. En este contexto, se estima que el déficit de la cuenta corriente se seguiría ampliando en el 2019 y se ubicaría alrededor de 4,3% del PIB.*

1. Los acontecimientos de los últimos dos meses en el contexto internacional permiten esperar unos costos de financiamiento externo para Colombia y otras economías emergentes hacia los próximos trimestres menores que los previstos en los informes anteriores. En particular, la creciente preocupación por el crecimiento económico de las economías avanzadas, junto con la ausencia de presiones inflacionarias, han llevado al anuncio por parte de los bancos centrales de efectuar una pausa en su proceso de normalización de la política monetaria en 2019.
2. En este entorno, se ha observado un mayor optimismo en los mercados accionarios, una tendencia decreciente en las tasas de interés de largo plazo, pese a algunos aumentos recientes, y una reducción de los indicadores de volatilidad financiera. Al tiempo, las primas de riesgo de las economías latinoamericanas, a excepción de Brasil en lo corrido de abril, han registrado disminuciones por varios meses consecutivos, mientras que las tasas de cambio, incluyendo el peso colombiano, se han mantenido relativamente estables.
3. Junto a lo anterior, en lo corrido de año, incluido las últimas semanas, se ha observado una tendencia creciente en los precios internacionales del petróleo, que en la actualidad se sitúan por encima de lo esperado en informes anteriores. Este incremento ha sido resultado, en gran medida, de las restricciones de oferta observadas y previstas en el mercado del crudo. En este informe, sin embargo, se sigue esperando que dichos aumentos sean transitorios y que se deberán revertir en los próximos meses, cuando dichos precios convergerían a niveles más sostenibles. Por ello, para este documento se efectuó un incremento marginal en el precio esperado para el promedio de 2019 y se mantuvo inalterado el pronóstico de 2020.
4. Por otro lado, los resultados más débiles en algunos indicadores económicos en los Estados Unidos y la Zona Euro, junto con la mayor incertidumbre en algunos países de la región, han derivado en una leve revisión a la baja del crecimiento de los socios comerciales del país para 2019 y 2020. No obstante, el balance de riesgos de este escenario de pronóstico se ha inclinado a la baja, dado que se percibe un aumento en la probabilidad de que se presente una desaceleración más pronunciada tanto de las economías avanzadas como de las emergentes.

## 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 2019 y 2020 a 2,21% y 2,14%, respectivamente (ver Cuadro 1). Estas tasas de crecimiento representan una desaceleración frente a lo observado para 2018 (2,5%), aunque siguen siendo superiores a los datos de 2015 y 2016 (1,85% en promedio). Estos pronósticos no contemplan los efectos que puedan traer los cambios en la política comercial de los Estados Unidos con sus socios comerciales.
6. La creciente preocupación por el crecimiento económico de los Estados Unidos, junto con los bajos niveles de inflación y las escasas presiones que se prevén hacia futuro en este frente, sugieren una política monetaria menos restrictiva hacia adelante por parte de la Fed. Así, a diferencia de lo contemplado hace un mes, en esta oportunidad no se prevén cambios en la tasa de interés de la Fed para 2019 y 2020, con lo cual esta deberá permanecer en un rango ente 2,25% y 2,5%. Por otro lado, se supone que el programa de reducción en la hoja de balance se daría de una forma más lenta de acuerdo con lo anunciado por la Fed en su reunión de marzo.
7. En el caso del Banco Central Europeo, de acuerdo con lo anunciado, se espera que no haya cambios en las tasas de referencia en 2019 y que se mantengan estables las condiciones de liquidez.
8. En el último mes, los precios del petróleo se han situado por encima de los USD 70 por barril (*Brent*), con lo cual el precio promedio para lo corrido del año es de USD 65,14 por barril. Este incremento, superior a lo esperado, se ha asociado con los recortes de suministro aplicados por la OPEP y sus aliados, los recortes adicionales por parte de Arabia Saudita, las sanciones de los Estados Unidos a las exportaciones de crudo de Irán y Venezuela, y el conflicto en Libia. No obstante, la incertidumbre sobre la duración de estas restricciones es alta. Además, es probable que los precios relativamente altos de hoy en día continúen estimulando la oferta de otros países productores, especialmente la de los Estados Unidos. Por ello, en este informe se sigue considerando que el aumento de los precios de los últimos meses sería transitorio y que estos deberán retornar a niveles de USD 62 el barril en los próximos meses. Así, para el promedio del presente año se espera un precio promedio de USD 63,4 por barril (*Brent*) y para 2020 uno de USD 62.
9. En el último mes, las primas de riesgo soberano de la región han continuado disminuyendo, a excepción de las de Brasil. Para Colombia, estas primas (medidas a través de los *CDS* a cinco años) han disminuido, en promedio, de 110,5 en marzo a 103,2 en lo corrido de abril de 2019. No obstante, persisten los factores que hace prever un aumento de las primas de riesgo hacia el futuro. Teniendo en cuenta el comportamiento reciente de estas medidas y una política monetaria menos restrictiva en las economías avanzadas para los próximos trimestres, en este informe se estima que la senda de convergencia de la prima de riesgo país de Colombia hacia su promedio histórico sería más lenta.
10. El escenario central de pronóstico de crecimiento de los socios comerciales sigue enfrentando importantes riesgos a la baja. Algunos factores que podrían reforzar este ciclo bajista futuro son la adopción de medidas proteccionistas en los Estados Unidos y otros países, una mayor debilidad en la Zona Euro, un eventual desenlace traumático del *Brexit*, entre otros. También existen riesgos a mediano plazo por cuenta de los altos niveles de deuda registrados en algunas economías avanzadas y emergentes.

11. Un factor de riesgo positivo para la economía colombiana sería un precio del petróleo mayor al contemplado en el escenario central. Esto en caso de que se prolonguen y/o aumenten las restricciones de la oferta mundial de crudo y de que la producción en los Estados Unidos no compense esta situación.

**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	2,3	3,0	0,7	1,7	2,7
		1,4	2,4	3,1	0,7	1,7	2,7
Zona Euro	1,8	0,5	1,2	1,9	0,4	1,4	2,3
		0,7	1,5	2,1	0,5	1,5	2,5
China	6,6	5,4	6,2	6,7	5,0	6,0	7,0
		5,4	6,2	6,7	5,0	6,0	7,0
Brasil	1,1	1,0	2,2	3,5	1,0	2,4	3,5
		1,4	2,3	3,5	1,3	2,4	3,4
Ecuador	1,4	-1,0	0,6	2,0	0,2	1,2	2,0
		-0,7	0,6	2,3	0,2	1,2	2,0
Venezuela	-14,0	-12,0	-7,0	-3,0	-10,0	-5,0	-1,0
		-12,0	-7,0	-3,0	-10,0	-5,0	-1,0
Perú	4,0	2,5	3,8	5,0	2,4	3,7	5,0
		2,5	3,8	5,0	2,4	3,7	5,0
México	2,0	0,5	1,8	3,0	0,5	1,9	3,0
		0,7	1,9	3,0	0,6	2,0	3,2
Chile	4,0	2,3	3,3	4,3	2,1	3,1	4,1
		2,3	3,3	4,3	2,1	3,1	4,1
Total socios (sin Venezuela)	2,5	1,3	2,21	3,1	1,3	2,14	3,0
Total socios (sin Venezuela) (mar-19)		1,4	2,27	3,1	1,3	2,19	3,0

Bien	2018	2019			2020		
	Observado	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
Petróleo (Brent)	71,6	53	63,4	73	50	62	72
		52	63	73	50	62	72
Carbón	85,8	69	80	90	60	75	88
		70	81	91	62	77	90
Café	1,37	1,16	1,31	1,45	1,17	1,37	1,57
		1,20	1,35	1,50	1,20	1,40	1,60
Oro	1269	1.500	1.300	1.150	1.550	1.350	1.150
		1.500	1.300	1.150	1.550	1.350	1.150

En negro el pronóstico actual

En rojo el pronóstico del informe de marzo

## II. Comercio exterior y Balanza de pagos

### Exportaciones de bienes

12. En febrero de 2019 el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 6,2%, soportado por aumentos en el grupo de bienes de origen minero (7,4%). Los rubros de carbón y petróleo crudo fueron los que más crecieron, aportando 4,4 puntos porcentuales (pp) a la variación del mes (Cuadro 2).

13. En el bimestre enero-febrero, las exportaciones totales caen anualmente 1,2%, explicado por la contracción de las ventas externas de los bienes de origen minero (-3,6%). El grupo de bienes de origen agrícola y resto de exportaciones crecieron 4,3% y 1,6%, respectivamente.
14. En lo corrido del año a febrero, el valor de las exportaciones disminuyó por caídas en los precios. El índice de precios presentó una contracción anual de 4,8%; el índice de cantidades por su parte, aumentó 3,8%. 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 5,2% menos que lo observado hace un año. Los de origen agrícola y del resto de exportaciones se redujeron en 5,0% y 4,7% respectivamente.

**Cuadro 2. Comportamiento de las exportaciones en dólares**

EXPORTACIONES				
Febrero 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
<b>Total exportaciones</b>	6.2%			
<b>Bienes de origen minero</b>	7.4% [4,2]	Carbón, lignítico y turba	13.6%	2.4
		Petróleo crudo	6.9%	2.0
		Refinación del petróleo y otros	1.0%	0.1
<b>Bienes de origen agrícola</b>	11.2% [1,4]	Flores	20.8%	0.9
		Café (sin tostar)	10.4%	0.6
		Banano	-4.2%	-0.1
<b>Resto de exportaciones*</b>	1.6% [0,5]	Maquinaria y equipo	41.4%	0.4
		Otros Sector Agropecuario, Ganadería, Caza, etc.	22.0%	0.3
Acumulado Enero-Febrero de 2019				
<b>Total exportaciones</b>	-1.2%			
<b>Bienes de origen minero</b>	-3,6% [-2,2]	Carbón, lignítico y turba	-11.7%	-2.2
		Petróleo crudo	-5.5%	-1.7
<b>Bienes de origen agrícola</b>	4.3% [0,6]	Café (sin tostar)	5.6%	0.4
		Flores	5.2%	0.2
		Banano	-0.6%	0.0
<b>Resto de exportaciones</b>	1,6% [0,4]	Vehículos automotores y otros tipos de transporte	39.1%	0.5
		Productos químicos	3.1%	0.2

Fuente: DANE

### Importaciones de bienes

15. El valor de las importaciones declaradas en febrero creció 8,2% frente al mismo mes de 2018, explicado en especial por los bienes intermedios y los de capital que aportaron respectivamente 3,4 pp y 3,1 pp a la variación total. Se destaca el aumento de las compras externas de equipo de transporte, las cuales aumentaron 25,9% en términos anuales y aportaron 1,7 pp al crecimiento total (Cuadro 3).
16. En el bimestre enero-febrero, las importaciones totales crecieron 9,4% en términos anuales, con aumentos en los tres grupos de bienes. El mayor crecimiento se observó en las compras externas de materias primas, las cuales explican 4,8 pp de la variación total.

**Cuadro 3. Comportamiento de las importaciones en dólares**

IMPORTACIONES				
Febrero 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
<b>Total importaciones</b>	8,2%			
<b>Bienes de capital</b>	10,4% [3,1]	Equipo de transporte	25,9%	1,7
		Bienes de capital para la industria	6,6%	1,3
<b>Materias primas</b>	7,3% [3,4]	Materias primas para la agricultura	34,4%	1,2
		Combustibles	15,7%	1,2
<b>Bienes de consumo</b>	7,3% [1,7]	<b>Bienes de consumo no duradero</b>	<b>7,3%</b>	<b>0,9</b>
		Productos farmacéuticos y de tocador	16,3%	0,7
		<b>Bienes de consumo duradero</b>	<b>7,3%</b>	<b>0,8</b>
		Vehículos de transporte particular	12,6%	0,7
<b>Acumulado Enero-Febrero de 2019</b>				
<b>Total importaciones</b>	9,4%			
<b>Bienes de capital</b>	10,2% [3,1]	Equipo de transporte	23,7%	1,6
		Bienes de capital para la industria	5,7%	1,1
<b>Materias primas</b>	10,3% [4,8]	Materias primas para la industria	8,0%	2,8
		Combustibles	24,8%	1,7
<b>Bienes de consumo</b>	6,4% [1,5]	<b>Bienes de consumo duradero</b>	<b>7,8%</b>	<b>0,8</b>
		Vehículos de transporte particular	14,6%	0,7
		<b>Bienes de consumo no duradero</b>	<b>5,2%</b>	<b>0,7</b>
		Productos farmacéuticos y de tocador	10,3%	0,4

Fuente: DANE

**Balanza Comercial de bienes**

17. Con los resultados anteriores, la balanza comercial en febrero mostró un déficit de USD 581 millones (FOB). Esto significa un aumento del déficit de USD 92 millones (FOB) con respecto al año anterior.
18. En el bimestre enero-febrero, el déficit se ubicó en USD 1.605 millones (FOB) lo que se traduce en un aumento de USD 729 millones (FOB) frente al mismo periodo de 2018, debido a un crecimiento mayor de las importaciones (9,4%) que de las exportaciones (-1,2%).

**Balanza de Pagos**

19. Con los resultados observados en 2018 y el escenario de contexto externo presentado en la sección anterior, la estimación del déficit en cuenta corriente para 2019 es de 4,3% del PIB (USD 14.302 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.
20. 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). Se espera que el resto de rubros de la cuenta corriente contribuyan a compensar parcialmente el mayor déficit estimado para la balanza comercial.
21. El impulso que tuvo en 2018 el valor de las exportaciones de los principales productos se dispararía en 2019, en línea con el retroceso esperado de los términos de intercambio (-6,8%). Esto debido en mayor medida a que las proyecciones de los precios del petróleo, carbón y café son menores que lo observado en 2018. Así, se prevé que el valor de las exportaciones de los

principales productos disminuya 3,9% en 2019. Adicionalmente, se espera un crecimiento moderado (4,6%) de las ventas externas de bienes industriales, en un contexto de leve desaceleración del crecimiento de los principales socios comerciales.

22. 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).
23. 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.
24. Se siguen previendo unas condiciones financieras internacionales más laxas que las previstas al comienzo de este año. Así, en términos del financiamiento de la cuenta corriente del país, para 2019 se estima que continúen los flujos por otra inversión, originados tanto por contratación de nueva deuda como por liquidación de activos externos. 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.
25. La actual proyección de balanza de pagos solo contempla para 2019 las compras dentro del programa de acumulación de reservas ejercidas hasta el 10 de abril, que suman USD 1.478 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)	2018 (pr)	2019
		Central
<b>CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)</b>	-12.661	-14.302
<b>Porcentaje del PIB</b>	-3,8	-4,3
<b>A. Bienes</b>	-5.316	-9.320
a. Exportaciones	44.316	43.868
Principales	30.790	29.405
Resto de exportaciones	13.527	14.462
b. Importaciones	49.633	53.188
<b>B. Servicios no factoriales</b>	-3.809	-3.015
a. Exportaciones	9.457	10.299
b. Importaciones	13.266	13.315
<b>C. Renta de los Factores</b>	-11.141	-10.260
<b>D. Transferencias corrientes</b>	7.605	8.293
<b>CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C+D)</b>	-11.981	-14.302
<b>A. Inversión directa neta</b>	-5.888	-6.723
<b>B. Inversión de Cartera</b>	1.222	-3.500
<b>C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)</b>	-8.502	-7.636
<b>D. Activos de Reserva</b>	1.187	3.557
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	679	0
<i>Memoitem:</i>		
<b>Neto sector minero y petrolero (a-b) <sup>1</sup></b>	<b>20.224</b>	<b>19.688</b>
a. Exportaciones	24.776	23.307
b. Utilidades renta de factores	4.552	3.620

<sup>1</sup> Incluye petróleo y sus derivados, carbón y ferroniquel.

### III. Crecimiento, demanda interna y crédito.

*Para el primer trimestre de 2019 el crecimiento anual seguiría aumentando gradualmente. La información disponible permite prever una aceleración de la dinámica de la demanda interna, que compensaría la contribución negativa de la demanda externa, la cual restaría más al PIB que lo observado en el cuarto trimestre de 2018. Esto en parte debido a un dinamismo de las importaciones mayor que el anticipado hace un mes y a un desempeño de las exportaciones de carbón menos favorable. Así, en este informe el equipo técnico ratifica su pronóstico de crecimiento del PIB del primer trimestre de 2019 de 3,2%, una cifra cercana a la estimación del crecimiento de largo plazo de la economía colombiana.*

26. La nueva información disponible para el primer trimestre de 2019 permite confirmar el pronóstico del equipo técnico de 3,2% para el crecimiento anual del PIB corregido por estacionalidad y efectos calendario. Esta tasa, cercana al crecimiento de largo plazo de la economía colombiana, representa una aceleración frente al registro de finales del año pasado (2,9%). El incremento entre trimestres sería de 0,8%, que corresponde con un 3,3% anualizado.
27. A pesar de que se mantuvo el pronóstico de crecimiento del PIB, el equipo técnico revisó el comportamiento de los rubros que lo componen frente a lo presentado en marzo. En esta ocasión, se contempla un buen desempeño de la demanda interna, algo mayor que el previsto un mes atrás, y que sería superior al del cuarto trimestre de 2018. En el primer trimestre de 2019, la demanda interna habría sido impulsada, sobre todo, por la inversión y por el consumo público. Por el contrario, los resultados recientes de los indicadores de comercio exterior permiten prever una contribución más negativa de las exportaciones netas.
28. Respecto a la inversión (formación bruta de capital), se estima que el mayor impulso habría provenido de la construcción y del gasto en maquinaria y equipo. En el primer caso, se espera que el rubro de obras civiles y construcciones no residenciales haya registrado una aceleración importante en 2019T1 frente al comportamiento observado para el agregado de 2018. Esto, en parte, por la buena ejecución por parte de los gobiernos regionales y locales, así como por los avances recientes en las obras de las vías 4G y los trabajos en Hidroituango. La construcción de vivienda, por su parte, reportaría aumentos entre trimestres, pero crecimientos anuales menores debido a la alta base de comparación en igual período de 2018. Para el caso de maquinaria y equipo se prevén aceleraciones hacia tasas de crecimiento positivas, luego de las caídas registradas hacia finales del año pasado.
29. Con respecto al consumo público, el pronóstico para 2019T1 supone un buen crecimiento anual para este agregado, pero que a su vez implica una desaceleración en términos trimestrales. Así las cosas, el buen desempeño interanual obedecería, en gran medida, a una baja base de comparación en igual período de 2018, pero el comportamiento entre trimestres sugiere un ajuste ordenado para este rubro del PIB, como se ha venido anticipando en informes anteriores. Cabe señalar que este pronóstico no supone impactos en el primer trimestre de la ampliación de la meta fiscal de 2019. Igualmente, hay que advertir que la información disponible sobre este agregado es aún muy escasa.
30. En este Informe se sigue esperando una desaceleración del crecimiento anual del consumo privado para el primer trimestre de 2019, aunque algo menor que la prevista en el informe de

marzo, según lo sugieren los indicadores disponibles. La desaceleración obedece, en buena parte, a una base alta de comparación en igual período de 2018. En términos trimestrales se sigue esperando una expansión en todos los rubros que componen este agregado del PIB.

31. La revisión de la composición del pronóstico de crecimiento del PIB contempla una demanda externa neta que estaría contribuyendo más negativamente que lo previsto hace un mes. El crecimiento de las exportaciones reales se revisó un poco a la baja con respecto a lo previsto un mes atrás, principalmente, por los malos resultados de las ventas al exterior de carbón mineral. En contraste, el desempeño de las importaciones fue revisado al alza. La información disponible permite prever un buen crecimiento de este componente del PIB durante 2019T1, aunque algo menor que el observado hacia finales del año pasado. Así, este pronóstico contempla un déficit comercial en pesos constantes que se habría ampliado durante los primeros tres meses del año.
32. Los resultados recientes de los indicadores coyunturales respaldan el escenario de pronóstico anteriormente descrito (ver Cuadro 5). Las cifras de comercio minorista de bienes sugieren un desempeño satisfactorio del consumo de los hogares durante el primer trimestre, al tiempo que la confianza de los hogares viene mostrando signos de recuperación frente a los niveles del cuarto trimestre del año pasado.
33. 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 primer trimestre de 2019.
34. Por el lado de la oferta, los indicadores muestran señales dispares (ver Cuadro 5). Mientras la industria, el comercio y la producción de petróleo presentan crecimientos favorables, las producciones de café y de carbón (esta última según las cantidades exportadas de este producto) continúan presentando un débil desempeño.
35. El empleo en el total nacional y las 13 áreas aumentó en el primer trimestre, luego de las caídas observadas a finales del año pasado. A pesar de ello, la TD se mantuvo en niveles relativamente altos para las 13 áreas y subió en el total nacional. Esto sucedió porque la PEA, y con ella la TGP (PEA/PET), creció en mayor proporción que el empleo, en particular en el total nacional.
36. Por ramas de actividad, los servicios comunales, sociales y personales fue el sector que más contribuyó al crecimiento anual del empleo en febrero en el total nacional, mientras que las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, junto con el comercio, hoteles y restaurantes se mantienen como las ramas de mayores contribuciones negativas en este aspecto. A nivel urbano esta recuperación se reflejó, especialmente, en los ocupados asalariados y los ocupados formales.
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 2,8% en febrero, una aceleración frente al 2,5% de enero. El agregado del bimestre reportó una expansión anual de 2,7% (vs. 2,9% observada para el cuarto trimestre de 2018). Las cifras del ISE original (sin correcciones) revelaron una expansión anual de 2,7% en febrero (2,6% para el bimestre enero-febrero y 2,8% para 2018T4).
38. Teniendo en cuenta lo anterior y los resultados de los modelos de pronóstico, el equipo técnico mantuvo la proyección de crecimiento del PIB para el primer trimestre de 2019 en 3,2%.

**Cuadro 5. Principales indicadores coyunturales de demanda y oferta**

Indicador	2018T4		2018		Enero		Febrero		Marzo		Año corrido		
	Original	DAEC*	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%	3.3%	7.1%	6.0%	ND	ND	5.1%	4.6%
	Ventas Minoristas sin combustibles ni vehículos (variación anual, %)	5.8%	6.4%	5.4%	5.5%	4.7%	4.5%	7.9%	4.4%	ND	ND	6.2%	4.5%
	Ventas Minoristas de vehículos (variación anual, %)	28.8%	26.4%	16.1%	15.4%	-4.2%	-4.3%	2.7%	2.8%	ND	ND	-0.8%	-0.9%
	Registros de Matrículas totales (variación anual, %)	22.1%	20.6%	7.6%	6.5%	-2.8%	-2.8%	0.7%	1.0%	3.3%	3.2%	0.6%	0.4%
	Registros de Matrículas, uso particular (variación anual, %)	19.9%	18.4%	4.2%	3.1%	-7.3%	-7.3%	-4.8%	-4.5%	-4.8%	-5.1%	-5.6%	-5.7%
	Registros de Matrículas, uso comercial (variación anual, %)	24.3%	23.2%	11.4%	10.4%	2.1%	2.1%	6.4%	6.6%	12.5%	12.2%	7.2%	6.9%
	Encuesta de Expectativas - Ventas (niveles, balance) <sup>1</sup>	9.94	4.32	1.19	1.22	2.91	4.36	7.61	6.53	ND	ND	5.26	5.44
	Índice de Confianza del Consumidor (ICC, balance, niveles) <sup>1</sup>	-9.75	NA	-0.50	NA	-2.79	NA	-5.57	NA	1.19	NA	-2.39	NA
	Encuesta de Expectativas - Inversión (niveles, balance) <sup>1</sup>	5.76	1.88	-0.30	-0.30	7.82	5.63	4.35	5.86	ND	ND	6.08	5.74
	Importaciones en pesos constantes: Bienes de capital (variación anual, %)	31.5%	30.5%	11.5%	10.8%	15.1%	15.1%	17.2%	16.7%	20.5%	18.0%	17.6%	16.7%
Indicadores de Oferta	Índice de producción industrial (variación anual, %)	3.1%	2.7%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	2.8%	3.0%	ND	ND	2.9%	3.0%
	Producción de café (variación anual, %)	-6.6%	-6.4%	-4.5%	-4.0%	14.6%	15.2%	-8.7%	-9.2%	-11.9%	-12.7%	-1.9%	-2.7%
	Producción de petróleo (variación anual, %)	2.6%	NA	1.4%	NA	4.5%	NA	8.4%	NA	3.3%	NA	5.4%	NA
	Demanda de energía (variación anual, %)	3.7%	NA	3.3%	NA	3.8%	NA	5.2%	NA	4.0%	NA	4.3%	NA
	Licencias de construcción, total (variación anual, %)	-8.8%	NA	-6.4%	NA	-12.5%	NA	3.3%	NA	ND	NA	-4.5%	NA
	Licencias de construcción, vivienda (variación anual, %)	-9.8%	NA	-6.5%	NA	-9.2%	NA	-8.3%	NA	ND	NA	-8.8%	NA
	Producción de cemento gris (variación anual, %)	5.1%	NA	1.2%	NA	2.2%	NA	3.1%	NA	ND	NA	2.6%	NA
	Despachos de cemento gris (variación anual, %)	4.1%	NA	0.2%	NA	1.0%	NA	2.1%	NA	ND	NA	1.6%	NA
ISE	Índice de Seguimiento a la Economía, serie desestacionalizada, ISE (variación anual, %)	2.8%	2.9%	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%	2.7%	2.8%	ND	ND	2.6%	2.7%

\* DAEC = Desestacionalizado y corregido por efectos calendario

<sup>1</sup> Promedio para el trimestre y año corrido.

NA = No aplica

ND = No disponible

#### IV. Comportamiento de la inflación y precios

*La inflación anual al consumidor de marzo fue ligeramente mayor a lo previsto hace un mes, pero inferior a lo esperado en el informe trimestral de enero. El aumento de la inflación anual fue generalizado salvo por el segmento no transable. La inflación de alimentos fue impulsada por los problemas de oferta en el sur del país, mientras, el componente transable aumentó levemente, luego de continuas caídas. Asimismo, el incremento generalizado en los servicios públicos explicó la presión alcista que ejerció el grupo de regulados sobre el IPC. La inflación sin alimentos ni regulados descendió más que lo esperado a 2,38% y el promedio de las medidas de inflación básica se mantuvo estable y se ubicó en 2,82%. Las expectativas de los analistas se encuentran entre 3,25% y 3,28% a diferentes horizontes no mayores a 24 meses y las derivadas de los títulos de deuda pública alrededor de 3,3%.*

39. En marzo, la inflación anual al consumidor se situó en 3,21%, aumentando 20 pb frente al registro del mes anterior (Cuadro 6). El resultado fue superior a lo esperado por el mercado (3,09%) y por el Pronóstico de Corto Plazo del equipo técnico del Banco.
40. La inflación anual fue impulsada, principalmente, por los ajustes de precios de los alimentos y de los regulados, y, en menor medida, por los de los bienes y servicios transables.
41. A pesar de lo anterior, el promedio de los indicadores de inflación básica en marzo (2,82%) no registró cambios de importancia frente a febrero, completando tres meses consecutivos por debajo del 3%. En marzo, los diferentes indicadores de inflación básica presentaron un comportamiento mixto: el IPC núcleo 20 cayó (de 3,13% a 3,09%), el IPC sin alimentos aumentó (de 3,14% a 3,26%), mientras que el IPC sin alimentos primarios, combustibles y Ss. Ps. (2,57%) y el IPC sin alimentos ni regulados (2,38%) no variaron (Cuadro 6).
42. Por canastas, en marzo el mayor aumento se concentró en el IPC de alimentos (que incluye comidas fuera del hogar) cuya variación anual se situó en 3,26% frente 2,84% en febrero. La variación anual se aceleró tanto para los alimentos perecederos (de 8,32% a 9,98%), algo que puede atribuirse en parte al paro indígena del sur del país, como para los procesados (de 0,64% a 1,43%). En contraste, las comidas fuera del hogar retrocedieron (de 3,97% a 3,43%). Es importante resaltar que el impacto del fenómeno de El Niño sobre el IPC de alimentos parece estar siendo pequeño, a juzgar por el abastecimiento, que salvo por los días del paro indígena, continuó con niveles relativamente altos.
43. La variación anual del IPC de transables subió (de 0,80% a 0,90%), después de seis meses de caídas consecutivas. Los licores lideraron dicho incremento debido a que en marzo comenzaron a aplicarse los nuevos impuestos que fueron aprobados por la Ley de Financiamiento. En este sentido, dicha alza es de una sola vez y tiene efectos transitorios sobre la inflación.
44. De igual manera, la variación anual del IPC de regulados aumentó en marzo (de 5,72% a 6,42%), sosteniéndose así en tasas altas respecto a la meta. Como viene sucediendo desde hace varios meses, en marzo las tarifas de servicios públicos (que pasaron de 7,33% en febrero a 8,80% en marzo) fueron las que ejercieron mayores presiones alcistas. En el último mes se observaron incrementos en gas domiciliario, acueducto y alcantarillado y energía. En este último caso, las principales alzas en lo corrido del año se han concentrado en las ciudades de la Costa Atlántica, lo cual estaría asociado a la mayor exposición de Electricaribe al mercado *spot* de energía (más costoso en la actualidad). En marzo también se presentaron reajustes en el precio de los combustibles (de 0,29% mensual) con una variación anual que se aceleró a 5,85%. La variación anual del IPC de transporte público permaneció estable (4,26%).
45. En marzo la variación anual del IPC de no transables continuó reduciéndose (a 3,29% desde de 3,38% en febrero). En este grupo siguió haciéndose evidente una baja transmisión del incremento del salario mínimo (6,41% si se incluye el subsidio de transporte) a los precios al consumidor, en especial a los servicios personales. A ello también se suma la indexación de varios de sus precios (arriendos y educación entre otros) a la inflación de finales del año pasado (3,18%). Igualmente, este segmento de la canasta incorporó una presión bajista por cambios metodológicos en la medición de pensiones en la educación preescolar, primaria y secundaria. Los efectos de este último choque bajista en la inflación total deberán permanecer el resto del año.

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

**A marzo 2019**

Descripción	Ponderaciones nuevo IPC <sup>a/</sup>	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18	ene-19	feb-19	mar-19
<b>Total</b>	<b>100.00</b>	<b>4.09</b>	<b>3.14</b>	<b>3.20</b>	<b>3.23</b>	<b>3.18</b>	<b>3.15</b>	<b>3.01</b>	<b>3.21</b>
<b>Sin alimentos<sup>b/</sup></b>	<b>76.16</b>	<b>5.01</b>	<b>4.05</b>	<b>3.81</b>	<b>3.71</b>	<b>3.48</b>	<b>3.46</b>	<b>3.14</b>	<b>3.26</b>
Transables	19.16	3.79	1.80	1.83	1.57	1.09	0.99	0.80	0.90
No transables	42.31	5.49	4.76	4.27	4.13	3.79	3.87	3.38	3.29
Regulados	14.69	5.86	6.01	5.82	6.03	6.37	6.08	5.72	6.42
<b>Alimentos<sup>c/</sup></b>	<b>23.84</b>	<b>1.92</b>	<b>0.98</b>	<b>1.74</b>	<b>2.05</b>	<b>2.43</b>	<b>2.56</b>	<b>2.84</b>	<b>3.26</b>
Perecederos	3.15	5.84	7.13	8.47	9.51	8.88	8.89	8.32	9.98
Procesados	11.90	-0.91	-2.01	-0.91	-0.72	-0.08	0.22	0.64	1.43
CFH	8.79	5.21	3.32	3.13	3.32	3.68	3.68	3.97	3.43
<b>Indicadores de inflación básica</b>									
Sin Alimentos		5.01	4.05	3.81	3.71	3.48	3.46	3.14	3.26
Núcleo 20		4.87	4.04	3.58	3.56	3.23	3.09	3.13	3.09
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		4.02	2.99	2.71	2.81	2.76	2.69	2.57	2.57
Inflación sin alimentos ni regulados <sup>d/</sup>		4.76	3.49	3.23	3.04	2.64	2.70	2.39	2.38
Promedio indicadores inflación básica		<b>4.66</b>	<b>3.64</b>	<b>3.33</b>	<b>3.28</b>	<b>3.03</b>	<b>2.98</b>	<b>2.81</b>	<b>2.82</b>

a/ Ponderaciones de la nueva metodología, utilizadas para los cálculos del IPC a partir de enero de 2019.

b/ Cálculos del Banco de la República con la nueva metodología, excluye la división de alimentos y las subclases correspondientes a comidas fuera del hogar.

c/ Cálculos del Banco de la República con la nueva metodología, incluye la división de alimentos y las subclases correspondientes a comidas fuera del hogar.

d/ Cálculos del Banco de la República.

Fuente: DANE; cálculos realizados por el Banco de la República (BR) con clasificaciones provisionales

46. A marzo, la inflación al consumidor parecía estar sometida a leves presiones alcistas por cuenta de los costos no laborales. Así se desprende del comportamiento de la inflación anual del IPP total de oferta interna, la cual se situó en este último mes en 3,65% frente al 3,35% observado en febrero. En el último mes tanto el componente importado (de 4,24% a 4,46%) como el local (de 2,98% a 3,31%) se aceleraron.
47. En materia de costos laborales, con cifras a febrero, el ajuste anual de los salarios de la industria (de 5,23% en enero a 5,00% en febrero) y el de comercio (de 8,32% a 4,69%) disminuyeron. Por su parte, con cifras a marzo, el ajuste de los salarios de la construcción de vivienda aumentó (de 3,11% en febrero a 3,49% en marzo), mientras el de la construcción pesada se redujo (de 3,74% a 3,50%). En lo que resta del año, no se esperan presiones salariales sobre los precios al consumidor, de acuerdo con las últimas estimaciones de la tasa NAIRU para 2019, la cual se situaría consistentemente por debajo de la tasa de desempleo urbana esperada.
48. Las expectativas de inflación presentaron un comportamiento mixto con cifras a abril. Las de analistas (de recolección mensual) a diciembre de 2019 aumentaron de 3,23% según la encuesta recogida en marzo a 3,28% con la encuesta de abril. En contraste, las de doce meses se contrajeron de 3,32% a 3,25%, como también lo hicieron las de veinticuatro meses (de 3,28% a 3,25%). Las de diciembre de 2020 (3,25%) no presentaron cambios de importancia.
49. Por su parte, aquellas implícitas en los títulos de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI) se situaron, al 23 de abril, en 3,04%, 3,17%, 3,31% y 3,50% a horizontes de 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. Las mediciones con respecto a la última reunión de la JDBR del 22 de marzo, variaron en 9 pb, 17 pb, 23 pb y 20 pb, respectivamente.
50. Utilizando la curva *Forward Break-Even Inflation* (FBEI), las expectativas de inflación para los años 2020, 2021 y 2022 corresponde a 3,22%, 3,31% y 3,38%, respectivamente.