



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

SEPTIEMBRE DE 2018

Informe de Política Monetaria - octubre de 2018

I. Contexto externo

En este informe se prevé una demanda externa para Colombia algo más débil que en el informe anterior, lo que sitúa la tasa de crecimiento de los socios comerciales en valores similares a 2017. La última información de crecimiento de algunas economías emergentes explica este cambio. A esto se suma una mayor incertidumbre sobre la velocidad de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Los términos de intercambio, impulsados por los precios del petróleo, siguen en niveles altos y favorecen el ingreso nacional. Las primas de riesgo de Colombia no han registrado cambios importantes, aunque el peso continúa recibiendo presiones a la depreciación.

1. En el último mes continuó aumentando el estrés en los mercados financieros internacionales al tiempo que se observó una mayor aversión al riesgo. Esto en medio de una intensificación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China, de la perspectiva de un aumento más rápido de las tasas de interés de la FED, de una mayor incertidumbre política en Europa por la situación fiscal en Italia y de una perspectiva de crecimiento global más débil.
2. La buena dinámica observada en la primera mitad del año en los Estados Unidos y en otras economías avanzadas, junto con la persistencia de los altos precios de los *commodities*, en especial del petróleo, han aumentado la probabilidad de que surjan presiones inflacionarias. Así, el proceso de normalización de la política monetaria de las economías avanzadas se espera siga dándose, con impactos moderados sobre las condiciones de financiamiento de las economías emergentes. Lo anterior ha restringido el espacio para una política monetaria más expansionista en algunas economías de la región, que intentan prevenir una mayor salida de capitales y controlar mayores presiones inflacionarias que se derivan de la depreciación de sus monedas. Otras economías emergentes por su parte, han sufrido efectos moderados sobre su percepción de riesgo y la depreciación de sus monedas, a pesar del aumento en la incertidumbre sobre las condiciones de financiamiento externo.
3. Con respecto a la demanda externa, la información disponible muestra que en los últimos meses el crecimiento económico de los socios comerciales para 2018 y 2019 continuaría en niveles similares a los observados en 2017. Lo anterior supone una leve revisión a la baja frente a lo presentado en el informe del mes anterior, pero de mayor magnitud con respecto a lo proyectado en el informe trimestral anterior (presentado en Julio).
4. El crecimiento de la economía china disminuyó en el tercer trimestre (6,5% anual), registrando el nivel más bajo desde el primer trimestre de 2009. Este dato estuvo por debajo de lo esperado por el mercado y fue consecuencia de un menor crecimiento del sector manufacturero. Dicho resultado se dio en medio de un incremento en la tensión comercial con los Estados Unidos y una mayor preocupación de las autoridades por los altos niveles de apalancamiento.

a. Escenarios de crecimiento externo

Escenario central o más probable (Cuadro 1)

5. En este informe se revisó a la baja el pronóstico de crecimiento promedio de los socios comerciales para 2018 y 2019 a 2,6% y 2,5% respectivamente (ver **Cuadro 1**). Estas tasas, no obstante, siguen siendo superiores a las observadas en 2015 y 2016 (1,85% en promedio).
6. En los Estados Unidos la inflación, aunque en niveles aún moderados, ha seguido ganando terreno lentamente. Por ello se espera que la FED siga con su estrategia de incremento de tasas. Para este informe se contempla un incremento adicional en la tasa de interés de la FED en lo que resta de 2018. Así, esta pasaría del rango actual (2,0%-2,25%) al de 2,25% a 2,5% hacia finales del año. Para 2019 se prevén tres nuevos incrementos de 25 puntos base (pb) cada uno. A lo anterior se sumaría el programa de reducción en la hoja de balance, que se continuaría cumpliendo de acuerdo con lo anunciado.
7. Dada la persistencia del precio del petróleo en niveles por encima de los USD75 por barril, en este informe se aumentó su pronóstico para lo que resta de 2018 y para 2019. Cabe señalar que en promedio, para lo corrido de 2018 hasta el 23 de octubre, el precio del petróleo (Brent) se ha ubicado en USD73,44 por barril. Así, para el promedio del presente año se espera un precio de USD74,5 por barril y uno de USD73 para 2019. Se sigue previendo una disminución del precio hacia finales de este año y sobre todo en 2019, que se explicaría por el deterioro gradual de los acuerdos de la OPEP, por el aumento de la producción en EEUU y por un menor crecimiento de la demanda mundial.
8. En los últimos meses han aumentado los riesgos de un deterioro del panorama externo, lo cual incrementa la incertidumbre del anterior escenario central de pronóstico. Los principales riesgos a la baja son: 1) Unos incrementos mayores y/o más rápidos en la tasa de referencia de la Fed, por encima de lo contemplado en el escenario central; 2) Un contagio mayor sobre Colombia en caso de que se incremente el estrés financiero que experimentan algunas economías emergentes especialmente vulnerables (Turquía, Brasil, Argentina, entre otras); 3) un posible efecto negativo sobre el crecimiento mundial por la adopción reciente de medidas proteccionistas en EEUU y otros países; 4) Un enfriamiento de la economía china más rápido de lo esperado, por cuenta de los altos niveles de apalancamiento observados, con consecuencias adversas sobre el crecimiento mundial y los precios de las materias primas. Recientemente además, han aumentado los riesgos en Europa por cuenta del *Brexit* y del conflicto entorno a la meta del presupuesto del gobierno italiano, entre otros.
9. Un escenario favorable para Colombia sería el de un precio del petróleo mayor que el esperado en el escenario central. Los altos niveles de los últimos dos meses han estado ligados a reducciones de la oferta debido a las sanciones impuestas a Irán y a la caída en la producción de Venezuela. Estas circunstancias tenderán a mantenerse en los próximos trimestres y podrían más que compensar los factores a la baja.¹

¹ En los últimos días se han registrado noticias que indican que Arabia Saudita aumentaría su producción de crudo durante los próximos meses para compensar la caída de la producción ante las sanciones económicas de los Estados Unidos a Irán, lo cual se sumaría a los factores a la baja en el precio internacional del petróleo.

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

País o región	2018			2019		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	2,7	2,9	3,1	1,4	2,5	3,6
	2,1	2,8	3,2	1,4	2,4	3,4
Zona Euro	1,8	2,0	2,2	0,8	1,8	2,6
	2,0	2,2	2,5	1,0	2,0	2,6
China	6,4	6,6	6,8	5,4	6,2	6,8
	6,2	6,6	6,8	5,6	6,4	7,0
Brasil	1,0	1,3	1,6	1,2	2,3	3,4
	1,6	2,1	2,6	1,0	2,7	3,5
Ecuador	0,2	1,4	2,4	0,0	1,1	3,0
	0,5	1,8	3,0	0,0	1,5	3,0
Venezuela	-17,0	-14,0	-11,0	-8,0	-5,0	-2,0
	-10,0	-9,0	-6,0	-7,0	-4,0	-1,0
Perú	3,6	4,0	4,2	2,2	3,9	4,4
	2,7	3,5	4,0	2,0	3,8	4,3
México	1,9	2,2	2,5	1,0	2,3	3,5
	1,5	2,2	3,0	1,0	2,3	3,5
Chile	3,6	3,9	4,2	2,4	3,4	4,4
	2,8	3,5	3,8	2,0	3,3	4,0
Total (sin Venezuela)	2,2	2,6	2,9	1,5	2,5	3,4
Total sin Venezuela Informe de Jun-18	2,4	2,9	3,1	1,7	2,8	3,5

Bien	2017	2018			2019		
	Observado	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
Petróleo (Brent)	54,79	72	74,5	76	65	73	81
		68	71	76	57	67	77
Carbón	70,32	82	84	87	61	76	86
		75	79	86	60	75	85
Café	1,52	1,33	1,36	1,39	1,2	1,40	1,60
		1,30	1,40	1,50	1,20	1,45	1,80
Oro	1.258	1.320	1.280	1.240	1.500	1.280	1.100
		1.400	1.320	1.200	1.600	1.300	1.100

En negro el pronóstico actual

En rojo el pronóstico del informe trimestral anterior

II. Comercio exterior y Balanza de pagos

Hasta agosto la mejora en los términos de intercambio del país ha contribuido a la reducción en el déficit comercial de bienes. En particular, en lo corrido del año hasta este mes, las exportaciones en dólares aumentaron 14,8% y las importaciones 8,4% respectivamente. No obstante, las proyecciones para el año completo sugieren que ya no se daría una corrección del balance externo en la cuenta corriente como porcentaje del PIB, y que este se mantendría por encima de las estimaciones de cuenta corriente sostenible.

Exportaciones de bienes

10. En agosto de 2018, el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 13,1%, soportado por aumentos en el grupo de bienes de origen minero. En este sector, las ventas externas de petróleo crudo y refinación explicaron dicho incremento al registrar tasas de crecimiento del 41% (**Cuadro 2**).

Cuadro 2. Comportamiento de las exportaciones en dólares

EXPORTACIONES				
Agosto 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	13,1%			
Bienes de origen agrícola	0,6 [0,1]	Banano	34,4%	0,7
		Café (sin tostar)	1,4%	0,1
Bienes de origen minero	21,3% [12,2]	Petróleo crudo	41,2%	11,5
		Refinación del petróleo y otros	41,3%	2,4
Resto de exportaciones*	2,8% [0,8]	Maquinaria y equipo	46,9%	0,5
		Otros Sector Minero	85,0%	0,3
Acumulado Enero-Agosto de 2018				
Total exportaciones	14,8%			
Bienes de origen agrícola	-4,3 [-0,6]	Café (sin tostar)	-10,0%	-0,7
		Banano	-5,5%	-0,2
Bienes de origen minero	21,3% [12,4]	Petróleo crudo	27,1%	7,9
		Carbón, lignítico y turba	17,1%	3,0
Resto de exportaciones	10,9% [3,0]	Productos químicos	9,0%	0,7
		Vehículos automotores y otros tipos de transporte	28,8%	0,4

Fuente: DANE

11. En cuanto a la variación de enero a agosto, las exportaciones totales mostraron un crecimiento anual de 14,8%, explicado por el aumento de las ventas externas de los bienes de origen minero (21,3%) seguidas del resto de exportaciones (10,9%). El grupo de bienes de origen agrícola se contrajo 4,3% en términos anuales.

12. En lo corrido del año, el valor de las exportaciones creció explicado por mejoras en los precios, reflejadas en un aumento anual de 18,1% del índice de precios, que fue parcialmente compensado por la caída de 2,9% del índice de cantidades. La mejora en los precios en términos anuales, se dio en el grupo de bienes de origen minero (30,5%) que contrarrestaron la caída de los de origen agrícola y del resto de exportaciones (-7,3% y -0,3% respectivamente).

Importaciones de bienes

13. El valor de las importaciones declaradas en agosto creció 9,3% frente al mismo mes de 2017, explicado por el repunte de las importaciones de todos los grupos de bienes, en especial de los intermedios que aportaron 6,0 puntos porcentuales (pp) a la variación total. Se destaca el

aumento de las compras externas de materias primas para la industria, las cuales crecieron 22,1% en términos anuales. **(Cuadro 3)**

14. De enero a agosto, las importaciones totales crecieron 8,4% 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 4,4 pp de la variación total.
15. El incremento de las importaciones totales de enero a agosto de 2018 se explica por un incremento de 6,4% en el índice de precios y de 1,8% del índice de cantidades.

Cuadro 3. Comportamiento de las importaciones en dólares

IMPORTACIONES				
Agosto 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	9,3%			
Bienes de capital	1,6% [0,5]	Bienes de capital para la industria	9,7%	1,8
		Materiales de construcción	6,1%	0,2
Materias primas	13,5% [6,0]	Materias primas para la industria	22,1%	7,2
		Combustibles	-13,3%	-1,1
Bienes de consumo	11,9% [2,8]	Bienes de consumo duradero	23,2%	2,3
		Vehículos de transporte particular	37,1%	1,7
		Bienes de consumo no duradero	3,7%	0,5
		Vestuario y otras confecciones de textiles	24,6%	0,4
Acumulado Enero-Agosto de 2018				
Total importaciones	8,4%			
Bienes de capital	6,5% [2,0]	Bienes de capital para la industria	9,8%	1,8
		Materiales de construcción	8,6%	0,3
Materias primas	9,6% [4,4]	Materias primas para la industria	15,4%	5,2
		Materias primas para la agricultura	10,5%	0,4
Bienes de consumo	8,5% [2,0]	Bienes de consumo no duradero	8,9%	1,1
		Productos farmacéuticos y de tocador	7,3%	0,3
		Bienes de consumo duradero	8,1%	0,9
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	17,5%	0,4

Fuente: DANE

Balanza Comercial de bienes

16. Con los resultados anteriores, la balanza comercial en agosto mostró un déficit de USD765 millones (m) (FOB), nivel similar al del mismo mes del año anterior.
17. En cuanto al periodo enero-agosto, el déficit se ubicó en USD4.139 m (FOB) que se traduce en una reducción de 21% frente al mismo periodo de 2017, debido a un crecimiento mayor de las exportaciones (14,8%) que de las importaciones (8,4%).

Balanza de Pagos

18. Con la información disponible para lo corrido del año y el escenario de contexto externo presentado en la sección anterior, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2018 es de 3,4% del PIB (USD11.650 m) en el escenario central, con un rango entre 3,2% y 3,6% en los escenarios de bajo y alto crecimiento, respectivamente.
19. Aunque el déficit en cuenta corriente como proporción del PIB proyectado para 2018 es igual al observado en 2017 (3,4%), las actuales proyecciones implicarían un incremento en dólares por USD1.059 m (**Cuadro 4**). El menor déficit comercial de bienes y servicios, así como los mayores ingresos por transferencias corrientes contribuirían a la reducción del déficit externo. Por el contrario, se espera una ampliación de la renta factorial.

Cuadro 4

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2017 (pr)	2018	2019
		Central	Central
CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)	-10.591	-11.650	-11.978
Porcentaje del PIB	-3,4	-3,4	-3,4
A. Bienes	-4.651	-4.120	-5.974
a. Exportaciones	39.597	44.978	46.917
Principales	27.433	31.344	31.777
Resto de exportaciones	12.163	13.634	15.141
b. Importaciones	44.247	49.098	52.891
B. Servicios no factoriales	-4.142	-3.898	-3.461
a. Exportaciones	8.382	9.290	10.059
b. Importaciones	12.524	13.188	13.520
C. Renta de los Factores	-8.394	-11.015	-10.707
D. Transferencias corrientes	6.596	7.383	8.163
<i>Memoitem:</i>			
Neto sector minero y petrolero (a-b) ¹	17.777	20.437	20.922
a. Exportaciones	20.917	25.193	25.305
b. Utilidades renta de factores	3.141	4.756	4.382

¹ Incluye petróleo y sus derivados, carbón y ferroniquel.

20. En términos del financiamiento de la cuenta corriente para 2018 se prevé que la inversión directa continúe siendo el principal rubro de entradas de capital extranjero (**Cuadro 5**). Adicionalmente, se espera una mayor contratación de préstamos por parte del sector público (desembolsos netos), en contraste con las amortizaciones netas de 2017. En relación con las inversiones de cartera, el escenario central para 2018 supone una menor colocación de bonos por parte del sector público y un menor dinamismo de los extranjeros en el mercado de TES.
21. Para 2019 se prevé un leve retroceso en los precios de los principales productos de exportación, en tanto que el crecimiento de las exportaciones de bienes se daría por el dinamismo de las ventas externas de productos industriales. Se estima que continúe la senda positiva de crecimiento de las importaciones, en línea con el mayor crecimiento económico esperado. Lo anterior implicaría un mayor déficit comercial de bienes frente a lo previsto para 2018 (**Cuadro 4**). Por el contrario, se espera un menor déficit por servicios no factoriales y por renta factorial, y que continúe el aporte positivo de los ingresos por remesas.
22. De esta manera, el déficit en cuenta corriente proyectado para 2019 en el escenario central es de USD11.978 m (3,4% del PIB).

Cuadro 5

	2017 (pr)	2018	2019
		Central	Central
Cuenta Financiera (A + B + C + D)	-9.807	-11.430	-11.978
Porcentaje del PIB	-3,1%	-3,3%	-3,4%
A. Inversión directa (ii-i)	-10.324	-8.648	-9.102
i. Extranjera en Colombia (IED)	14.013	12.174	12.892
ii. Colombiana en el exterior	3.690	3.525	3.790
B. Inversión de Cartera (i+ii)	-1.414	160	-87
i. Sector público (a-b)	-7.250	-1.838	-2.246
a) Activos	-555	2.909	-900
b) Pasivos	6.695	4.747	1.346
ii. Sector privado	5.836	1.998	2.159
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	1.387	-3.708	-3.947
D. Activos de reserva	545	767	1.158
Errores y omisiones (E Y O)	784	221	0

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

III. Crecimiento, demanda interna y crédito.

En este informe se redujo levemente la proyección del PIB para el tercer trimestre de 2018 y para el año completo. La caída en la producción de algunas materias primas exportables y el mayor rezago de la recuperación de la inversión en construcción, explican esta revisión. A esto se suma el reciente deterioro de la confianza de los hogares que sugiere un menor dinamismo del consumo privado y las estimaciones de una demanda mundial más débil. Para 2019 se espera que el PIB se siga recuperando, aunque la incertidumbre al respecto es elevada, en particular sobre las condiciones externas y el desempeño del sector de la construcción.

24. La información disponible para el tercer trimestre del año sugiere que la economía colombiana se habría expandido a un ritmo similar a los registros de la primera mitad del año. En particular, la demanda interna se habría desacelerado levemente en el margen, por cuenta de un menor crecimiento del consumo del Gobierno. El consumo privado, por su parte, no habría registrado cambios significativos en su ritmo de expansión. La formación bruta de capital habría continuado mostrando un desempeño mediocre. En este sentido, el mejor desempeño de la inversión en bienes de capital para la industria y otros sectores, no habría compensado completamente el mal momento de la formación bruta de capital en construcción.

25. Asimismo se habrían registrado aceleraciones en las cuentas reales de comercio exterior, mayores para el caso de exportaciones que para el de las importaciones. A pesar de lo anterior, las exportaciones netas seguirían contribuyendo negativamente a la expansión del PIB.

26. El comportamiento reciente de los indicadores coyunturales respalda el escenario anteriormente descrito (ver **Cuadro 6**). Si bien el comercio interno de bienes, altamente correlacionado con el comportamiento del consumo de los hogares, continúa mostrando un buen dinamismo, la reciente caída en la confianza de los consumidores generó una leve revisión a la baja en las proyecciones del gasto de los hogares.

27. Con respecto a la Formación Bruta de Capital, 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 continuaría reportando mejorías en el tercer trimestre.
28. Por el lado de la oferta, los indicadores muestran señales dispares. Mientras que la industria, el comercio y la producción petrolera presentan crecimientos favorables, la producción de café y carbón, junto con los indicadores relacionados con la construcción muestran un débil desempeño (ver **Cuadro 6**).
29. En este contexto, el mercado laboral mostró pocos cambios. Las series desestacionalizadas con corte a agosto continúan presentando estabilidad en la Tasa de Desempleo (TD) a nivel nacional y comienzan a evidenciar una tendencia decreciente en la TD de trece áreas. Por su parte, la Tasa Global de Participación (TGP) y la Tasa de Ocupación (TO) urbanas han permanecido estables durante el último semestre, lo que revela un cambio en la pendiente decreciente que presentaron en los últimos 2 años. Con información al trimestre móvil terminado en agosto, la creación de empleo a nivel nacional ha sido impulsada principalmente por el empleo urbano y por la rama de servicios comunales, sociales y personales. En lo que concierne a la calidad del empleo, las variaciones semestrales evidencian un impulso en la creación de empleo no asalariado.
30. La serie desestacionalizada y corregida por efectos calendario del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) del DANE registró un crecimiento anual de 2,1% en agosto, similar al 2,0% de julio. El agregado del tercer trimestre reportó una expansión anual de 2,1% (vs. 2,2% observada para el segundo trimestre). Las cifras del ISE original (sin correcciones) revelaron una expansión anual de 2,3% en agosto (2,1% para el bimestre julio-agosto y 2,8% para el 2018.T2).
31. Teniendo en cuenta lo anterior y los resultados de los modelos de pronóstico, se revisó levemente a la baja el crecimiento del PIB para el tercer trimestre de 2018 (pasó de 2,7% a 2,6%), con escenarios de crecimiento alto y bajo de 2,1% y 3,1%, respectivamente.
32. A pesar del buen comportamiento del precio de los bienes básicos y el acceso al financiamiento internacional, se estima que nuestros socios comerciales se expandan a una tasa un poco inferior de la prevista en el informe anterior. Adicionalmente, algunos riesgos bajistas contemplados en informes pasados se han materializado (ej. la caída reciente en la confianza de los hogares). Asimismo, la producción de algunas materias primas se contrajo y la construcción de obras civiles habría presentado una ralentización mayor a la estimada en el informe anterior, y es posible que se presente un traslado de la ejecución de recursos prevista para la segunda mitad de 2018 hacia el próximo año.
33. De esta manera, la estimación del PIB para todo 2018 también se modificó de 2,7% a 2,6%. El rango de pronóstico que contiene esta proyección es de entre 2,3% y 2,8%. Para 2019, el equipo técnico contempla un crecimiento de 3,5%, contenido en un rango de entre 2,5% y 4,0%.

Cuadro 6. Principales indicadores coyunturales de demanda y oferta

Indicador	2018T2		Julio		Agosto		Septiembre		2018T3		Año corrido		
	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC*	Original	DAEC	
Indicadores de Demanda	Ventas Minoristas sin combustibles (variación anual, %)	6.8%	6.0%	3.7%	4.5%	6.1%	6.1%	ND	ND	ND	ND	6.0%	6.0%
	Ventas Minoristas sin combustibles ni vehículos (variación anual, %)	6.2%	5.9%	2.4%	3.9%	5.4%	5.4%	ND	ND	ND	ND	5.1%	5.1%
	Ventas Minoristas de vehículos (variación anual, %)	10.3%	6.5%	11.5%	7.8%	10.5%	10.6%	ND	ND	ND	ND	11.4%	11.1%
	Registros de Matrículas totales (variación anual, %)	3.8%	3.8%	3.8%	4.5%	2.4%	1.8%	10.7%	11.4%	5.6%	5.8%	2.0%	1.9%
	Registros de Matrículas, uso particular (variación anual, %)	2.1%	2.1%	-1.7%	-0.7%	-4.6%	-5.0%	9.0%	8.9%	0.7%	0.8%	-1.5%	-1.7%
	Registros de Matrículas, uso comercial (variación anual, %)	5.8%	5.7%	10.4%	11.2%	10.7%	9.9%	12.6%	13.3%	11.2%	11.4%	6.1%	5.9%
	Encuesta de Expectativas - Ventas (niveles, balance) ¹	-3.45	0.01	-3.82	0.59	4.36	3.11	ND	ND	ND	ND	-2.54	0.05
	Índice de Confianza del Consumidor (ICC, balance, niveles) ¹	8.63	NA	9.80	NA	4.68	NA	-0.67	NA	4.60	NA	2.59	NA
	Encuesta de Expectativas - Inversión (niveles, balance) ¹	-1.09	1.96	-7.27	-3.44	0.18	1.26	ND	ND	ND	ND	-3.02	-1.43
	Importaciones en pesos constantes: Bienes de capital (variación anual, %)	4.2%	1.5%	5.8%	4.3%	4.6%	7.3%	14.4%	18.0%	8.0%	8.2%	4.6%	6.1%
Indicadores de Oferta	Índice de producción industrial (variación anual, %)	5.0%	4.8%	3.5%	1.4%	3.9%	4.5%	ND	ND	ND	ND	2.9%	3.2%
	Producción de café (variación anual, %)	13.2%	12.8%	-23.5%	-22.4%	-2.8%	-3.5%	-14.5%	-15.1%	-13.8%	13.8%	-3.6%	-3.2%
	Producción de petróleo (variación anual, %)	1.2%	NA	0.5%	NA	0.9%	NA	1.9%	NA	1.1%	NA	1.0%	NA
	Demanda de energía (variación anual, %)	2.9%	2.9%	4.5%	4.6%	4.3%	4.2%	3.4%	3.4%	4.1%	4.1%	3.2%	3.2%
	Licencias de construcción, total (variación anual, %)	5.7%	NA	8.8%	NA	-10.3%	NA	ND	NA	ND	NA	-4.4%	NA
	Licencias de construcción, vivienda (variación anual, %)	6.1%	NA	-0.6%	NA	-11.6%	NA	ND	NA	ND	NA	-4.9%	NA

* DAEC = Desestacionalizado y corregido por efectos calendario

¹ Promedio para el trimestre y año corrido.

NA = No aplica

ND = No disponible

34. El pronóstico de crecimiento del PIB para 2019 supone una mayor producción de materias primas exportables (principalmente café y carbón), debido en parte a una baja base de comparación en el 2018, y una aceleración de la demanda interna. En este contexto, el precio del petróleo se mantendría en niveles relativamente altos en 2019, lo que se espera genere un mayor dinamismo de la inversión por parte de las firmas del sector. Por su parte, se prevé que la construcción de obras civiles reporte crecimientos positivos, impulsadas por la ejecución aplazada de los recursos de las 4G. Lo anterior sumado a una recuperación gradual del consumo privado.

IV. Comportamiento de la inflación y precios

Aunque la inflación repuntó en septiembre por alimentos, desde hace varios meses esta se ha mantenido relativamente estable en valores cercanos a la meta. El promedio de los indicadores de inflación básica ha descendido de forma lenta y se mantiene por encima del 3%. Las expectativas de los analistas y las derivadas de los títulos de deuda pública a horizontes mayores o iguales a un año se encuentran entre 3,3% y 3,5%.

35. En septiembre, la inflación anual al consumidor se situó en 3,23%, siendo 13 pb superior al registro de agosto. Después de descender a comienzos de año, la inflación anual se ha mantenido estable en los últimos siete meses, en niveles ligeramente superiores a la meta (**Cuadro 7**). La inflación año corrido (2,63%) fue inferior a la observada el año pasado (3,49%) y la mensual (0,16%) confirmó los pronósticos del mercado (0,16%) y del equipo técnico.
36. El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica se situó en 3,28%, registro muy similar al del mes anterior (**Cuadro 7**). Este indicador ha oscilado en torno a 3,3% desde junio. En el último mes, las medidas individuales presentaron comportamientos mixtos, siendo el IPC sin alimentos (3,71%) el de mayor nivel y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (2,81%) el de menor nivel.

Cuadro 7

Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica

A septiembre 2018

Descripción	Ponderación	dic-17	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la desaceleración año corrido
Total	100	4.09	3.16	3.20	3.12	3.10	3.23	100.00	100.00
Sin alimentos	71.79	5.01	3.85	3.81	3.91	3.83	3.71	-59.91	103.46
Transables	26.00	3.79	1.58	1.83	1.57	1.67	1.57	-18.72	60.27
No transables	30.52	5.49	4.57	4.27	4.31	4.16	4.13	-4.82	47.66
Regulados	15.26	5.86	5.79	5.82	6.60	6.36	6.03	-36.37	-4.47
Alimentos	28.21	1.92	1.50	1.74	1.23	1.34	2.05	159.91	-3.46
Perecederos	3.88	5.84	7.75	8.47	5.30	6.10	9.51	112.02	-18.71
Procesados	16.26	-0.91	-1.15	-0.91	-1.09	-1.18	-0.72	57.19	-4.12
CFH	8.07	5.21	3.12	3.13	3.30	3.46	3.32	-9.30	19.37
Indicadores de inflación básica									
Sin Alimentos		5.01	3.85	3.81	3.91	3.83	3.71		
Núcleo 20		4.87	3.79	3.58	3.61	3.54	3.56		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. Pubs.		4.02	2.80	2.71	2.72	2.76	2.81		
Inflación sin alimentos ni regulados		4.76	3.29	3.23	3.14	3.10	3.04		
Promedio indicadores inflación básica		4.66	3.43	3.33	3.35	3.31	3.28		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

37. En septiembre todos los componentes del IPC sin alimentos se contrajeron. El ajuste anual del grupo de regulados fue el que más cayó (de 6,36% a 6,03%). Igualmente, bajaron los transables (de 1,67% a 1,57%) y los no transables (de 4,16% a 4,13%).
38. En los regulados se destaca el comportamiento a la baja de la variación anual de los servicios públicos (de 7,18% a 6,57%) y los combustibles (de 7,33% a 6,66%). En ambos casos, una base de comparación estadística favorable explica estos comportamientos, sin que se hayan registrados variaciones mensuales atípicas o negativas en estos servicios. Es importante anotar que, para lo que resta del año, se esperan repuntes en combustibles y en los servicios de energía, debido a la depreciación del peso y al aumento del precio del petróleo, entre otras razones.
39. Como viene sucediendo a lo largo del 2018, la variación anual de los no transables (sin alimentos ni regulados) volvió a disminuir, reflejando la debilidad de la demanda y un menor ritmo de indexación en diversos precios. Dentro de este grupo varios ítems presentaron disminuciones, siendo quizá el más relevante el de arriendos (3,45%).
40. Por su parte, en el IPC de transables (sin alimentos ni regulados) aún no se percibe un traspaso importante de la depreciación del peso de los últimos meses (desde \$2.800 por dólar en abril

repuntó a casi \$3.100 en fechas recientes). De hecho, la inflación de transables ha sido muy estable desde abril pasado (entre 1,5% y 1,8%). Si bien se espera algún ajuste alcista en esta sub canasta, dado el rezago con el cual opera dicha transmisión, es probable que esta se posponga para comienzos del próximo año debido al efecto bajista que pueden tener las rebajas en los precios de los vehículos que usualmente acompañan la feria bianual del automóvil en noviembre. Cabe señalar que la ponderación de este rubro en la canasta es relativamente alta (4,35%).

41. Durante septiembre, las únicas presiones alcistas sobre la inflación al consumidor se originaron en los alimentos, en particular en los perecederos. Ello a pesar de que la oferta de alimentos ha seguido siendo favorable, según lo sugiere el indicador de abastecimiento de los principales centros de acopio del país. Sin embargo, los continuos cierres de la vía Bogotá-Villavicencio generaron reducciones temporales en el abastecimiento de la capital, lo cual impactó la inflación por el peso que esta ciudad tienen en el índice nacional.
42. En septiembre se observó algún aumento en el ritmo de ajuste de los costos no laborales, lo cual se desprende del repunte observado en la inflación anual del IPP total de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) de 2,45% en agosto a 3,77% en septiembre. Tanto el componente importado (afectado por la depreciación) como el local (por alimentos y minería) se incrementaron. En contraste, no se presentaron presiones en los costos laborales (salarios de industria, comercio y construcción). Dada la holgura actual con que viene operando el mercado laboral no se espera que surjan presiones en este frente en los próximos meses.
43. Las expectativas de inflación mostraron un comportamiento alcista en general. Las de analistas, de recolección mensual, aumentaron levemente para diciembre de este año (de 3,23% a 3,28%) y a un horizonte de doce meses se mantuvieron estables (3,37%). Las de diciembre de 2019 también se incrementaron levemente (de 3,30% a 3,34%), al igual que las de 24 meses (de 3,18% a 3,20%). Por su parte, aquellas implícitas en los títulos de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI) se situaron en promedio, en lo corrido al 23 de octubre, en 3,48%, 3,48% y 3,54% a horizontes de 2, 3 y 5 años en su orden. Las mediciones con respecto a la última reunión de la JDBR el 28 de septiembre, aumentaron en 9 pb, 7 pb y 5 pb respectivamente.
44. Utilizando la curva *Forward Break-Even Inflation* (FBEI), la estimación de la inflación anual para 2018 es de 3,50% (este se obtiene adicionando a la expectativa de inflación para lo que resta del año, la inflación acumulada observada). Para los años 2019, 2020 y 2021 corresponde a 3,43%, 3,51% y 3,63%, respectivamente.