
INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

ISSN - EN TRÁMITE



10/
2019



Octubre de 2019

INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 31 de octubre de 2019.

Este *informe* reemplaza el anterior *Informe sobre Inflación*. Todos los informes publicados están disponibles en la página web del Banco de la República.

Banco de la República
Bogotá, D. C. (Colombia)





INFORME DE **POLÍTICA MONETARIA**



Elaborado por:
Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica (*)

Juan José Ospina

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación

Adolfo León Cobo

Jefe

Édgar Caicedo

Juan Pablo Cote

Nicolás Martínez

Carlos Daniel Rojas

Sección de Programación Macroeconómica

Aarón Garavito

Jefe

Luis Hernán Calderón

Camilo González

Andrea Salazar

Franky Galeano

Asesores e Investigador asociado del Departamento de Programación e Inflación

Celina Gaitán

Sergio Restrepo

Daniel Parra

Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann

Director

Sección de Pronóstico

Julián Pérez

Jefe

Jose Vicente Romero

Santiago Forero

Nicolás Moreno

Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

Alexander Guarín

Jefe

César Anzola

Juan Camilo Méndez

(*) En la elaboración de este Informe también colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Juan Sebastián Corrales, jefe de la Sección de Sector Público; Felipe Lizarazo, Sergio Peña y Cristian Rojas, estudiantes en práctica.

Política monetaria en Colombia

De acuerdo con el mandato constitucional, el Banco de la República debe “velar por mantener el poder adquisitivo de la moneda, en coordinación con la política económica general”¹. Para cumplir con este mandato, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) adoptó como estrategia un esquema flexible de inflación objetivo, en el cual las acciones de política monetaria (PM) buscan conducir la inflación a una meta puntual y alcanzar el nivel máximo sostenible del producto y del empleo.

La flexibilidad del esquema le permite a la JDBR mantener un balance apropiado entre el logro de la meta de inflación y el propósito de suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo alrededor de su senda de crecimiento sostenible. La JDBR estableció una meta de inflación del 3%, planteada sobre la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC). En el corto plazo la inflación puede ser afectada por factores que están fuera del control de la PM, como por ejemplo cambios en los precios de los alimentos debido a fenómenos climáticos. Para incorporar lo anterior, la JDBR anuncia, junto con la meta, un rango de ± 1 punto porcentual (3 ± 1 pp), el cual no es un objetivo de la PM, pero refleja el hecho de que la inflación puede fluctuar alrededor de la meta, sin pretender que sea siempre igual al 3%.

El principal instrumento que tiene la JDBR para el control de la inflación es la tasa de interés de referencia (tasa repo a un día o tasa de interés de política). Dado que las acciones de PM toman tiempo en tener un efecto completo sobre la economía y la inflación², para fijar su valor la JDBR evalúa el pronóstico y las expectativas de la inflación frente a la meta, así como el estado actual y las perspectivas sobre la evolución de la economía.

La JDBR se reúne una vez al mes, pero solo en ocho meses sesiona de forma ordinaria para tomar decisiones de PM (enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y diciembre). En los cuatro meses restantes (febrero, mayo, agosto y noviembre) no se toman, en principio, decisiones de este tipo³. Al finalizar las Juntas donde se toman decisiones de PM, se publica un comunicado y se hace una rueda de prensa a cargo del gerente general del Banco y el ministro de Hacienda. El siguiente día hábil se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, en enero, abril, julio y octubre se publica, junto con las minutas, el *Informe de Política Monetaria* (IPM)⁴ realizado por el equipo técnico del Banco: el miércoles de la semana siguiente a la Junta el gerente general aclara inquietudes sobre las minutas y el gerente técnico del Banco presenta el IPM. Este esquema de comunicación busca entregar información relevante y actualizada que contribuya a la toma de mejores decisiones por parte de los agentes de la economía⁵.

1 Constitución Política de Colombia (1991), artículo 373 y Sentencia C-481/99 de la Corte Constitucional.

2 Para un mayor detalle véase M. Jalil y L. Mahadeva (2010). “Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Colombia”, Universidad Externado de Colombia, Facultad de Finanzas, Gobierno y Relaciones Internacionales, ed. 1, vol. 1, núm. 69, octubre.

3 Un miembro de la Junta puede solicitar en cualquier momento una reunión extraordinaria para tomar decisiones de PM.

4 Antes conocido como *Informe sobre Inflación*.

5 El actual esquema de comunicación fue aprobado por la JDBR en la reunión de agosto de 2019.

Contenido

- 1. Resumen /11
 - 1.1 Resumen macroeconómico /11
 - 2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos /15
 - 2.1 Contexto externo /14
 - 2.2 Proyecciones macroeconómicas /18
 - 3. Situación económica actual /27
 - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios /27
 - 3.2 Crecimiento y demanda interna /32
 - 3.3 Mercado laboral /33
-

Anexo 1 /35

Anexo 2 /37

Índice de gráficos

Gráfico 1.1 Producto interno bruto (PIB) anual 11
Gráfico 1.2 Brecha del producto anual 11
Gráfico 1.3 Índice de precios al consumidor (IPC) 12
Gráfico 1.4 IPC sin alimentos ni regulados 12
Gráfico 1.5 Tasa de intervención Banco de la República 13

Gráfico 2.1 Supuesto trimestral del crecimiento de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales 14
Gráfico 2.2 PMI manufacturero y variación anual de la producción industrial en las economías avanzadas 15
Gráfico 2.3 Exportaciones reales y tráfico mundial de contenedores 15
Gráfico 2.4 Contribución al crecimiento anual de los socios comerciales 15
Gráfico 2.5 Supuesto trimestral del precio del petróleo con base en las proyecciones anuales 16
Gráfico 2.6 Evolución de las expectativas de inflación total anual para los Estados Unidos y la zona del euro 16
Gráfico 2.7 Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Fed 17
Gráfico 2.8 Límite superior del rango de la tasa de interés de la Fed 17
Gráfico 2.9 Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) 18
Gráfico 2.10 Comportamiento de la tasa de cambio nominal y la prima de riesgo (CDS a cinco años) de algunas economías de la región 18
Gráfico 2.11 Índice de precios al consumidor 19
Gráfico 2.12 Brecha inflacionaria de la TCR trimestral 19
Gráfico 2.13 IPC sin alimentos ni regulados 19
Gráfico 2.14 IPC de alimentos 20
Gráfico 2.15 IPC de regulados 20
Gráfico 2.16 Expectativas de inflación de analistas de bancos y comisionistas de bolsa 20
Gráfico 2.17 Producto interno bruto trimestral 21
Gráfico 2.18 Producto interno bruto acumulado, 4 trimestres 21
Gráfico 2.19 Encuesta mensual del comercio al por menor y comercio de vehículos 22
Gráfico 2.20 Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral 22
Gráfico 2.21 Cartera bruta y tasa de interés de consumo 22
Gráfico 2.22 Importaciones de bienes de capital en pesos constantes 23

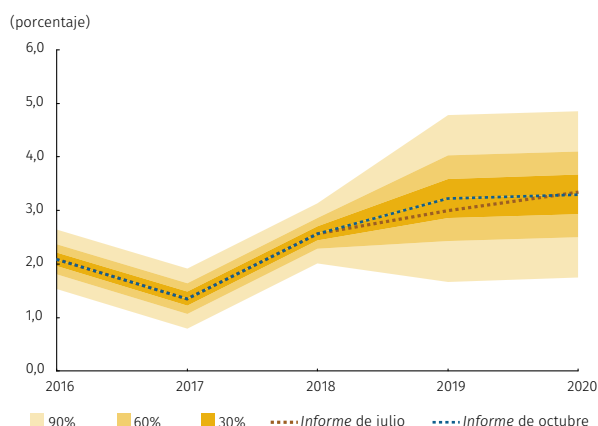
Gráfico 2.23 Exportaciones totales de bienes (FOB) 23
Gráfico 2.24 Importaciones totales de bienes (FOB) 23
Gráfico 2.25 Brecha del producto anual 24
Gráfico 2.26 Cuenta corriente y sus componentes como porcentaje del PIB, primer semestre 24
Gráfico 2.27 Cuenta corriente anual y sus componentes como porcentaje del PIB 25
Gráfico 2.28 Cuenta financiera y sus componentes como porcentaje del PIB 25
Gráfico 2.29 Tasa de interés de política promedio trimestral observada y tasa de interés de política esperada por los analistas 26
Gráfico 3.1 Índice de precios al consumidor (IPC) total y básica 27
Gráfico 3.2 IPC de alimentos por grupos 27
Gráfico 3.3 IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados 28
Gráfico 3.4 28
Índice de precios de las importaciones totales 28
Gráfico 3.5 IPC de no transables, sin alimentos ni regulados 28
Gráfico 3.6 IPC de regulados y sus componentes 29
Gráfico 3.7 IPP por procedencia 29
Gráfico 3.8 PIB trimestral 29
Gráfico 3.9 PIB y demanda interna trimestral 30
Gráfico 3.10 Formación bruta de capital fijo trimestral 30
Gráfico 3.11 Gasto de consumo final de los hogares y gasto de consumo final del Gobierno General trimestral 30
Gráfico 3.12 Exportaciones, importaciones y balanza comercial 31
Gráfico 3.13 Contribución por componentes de oferta 31
Gráfico 3.14 Producción de café 31
Gráfico 3.15 Producción de petróleo 32
Gráfico 3.16 Producción industrial real total 32
Gráfico 3.17 Tasa de desempleo 32
Gráfico 3.18 Curva de Beveridge para las 7 ciudades principales 33
Gráfico 3.19 Salarios nominales trimestrales 33
Gráfico 3.20 Tasa de política, TIB e IBR 33
Gráfico 3.21 Tasas de interés reales del crédito bancario en moneda nacional 34
Gráfico 3.22 Cartera bruta real en moneda nacional 34
Gráfico 3.23 Consumo semidurable y durable y desembolsos de crédito de consumo 34

Índice de cuadros

Cuadro 2.1 Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales 14
Cuadro 2.2 Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia 16

01 / Resumen

Gráfico 1.1
Producto interno bruto (PIB) anual^{a/, b/, c/}
(fan chart de la variación porcentual anual)



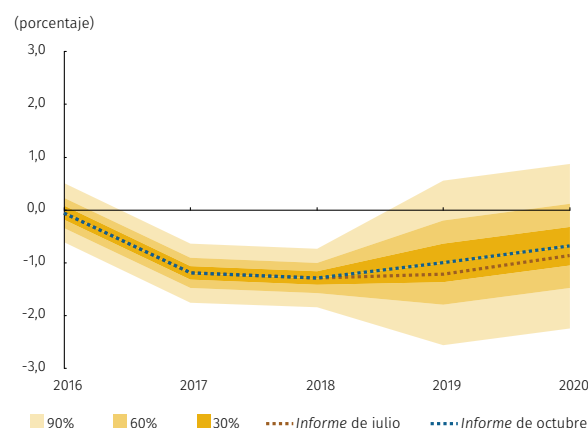
a/ El gráfico muestra la senda de pronóstico del escenario central, así como intervalos simétricos al 30%, 60% y 90% de confianza sobre esta senda para un horizonte a 8 trimestres. Estos intervalos se construyen a partir de los errores de pronóstico de la proyección central que resulta de los modelos de política monetaria Patacon y 4GM, evaluados de forma recursiva en cada trimestre para el periodo 2011-2018. Los errores de pronóstico son estimados para horizontes entre 1 y 4 trimestres. Estos últimos errores se mantienen para los cálculos de los intervalos a horizontes entre 5 y 8 trimestres.

b/ Esta brecha se calcula como la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial (tendencial).

c/ Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 1.2
Brecha del producto anual^{a/, b/}
(fan chart de la variación porcentual anual)



a/ El gráfico muestra la senda de pronóstico del escenario central, así como intervalos simétricos al 30%, 60% y 90% de confianza sobre esta senda para un horizonte a 8 trimestres. Estos intervalos se construyen a partir de los errores de pronóstico de la proyección central que resulta de los modelos de política monetaria Patacon y 4GM, evaluados de forma recursiva en cada trimestre para el periodo 2011-2018. Los errores de pronóstico corresponden al crecimiento del PIB y son estimados para horizontes entre 1 y 4 trimestres. Estos últimos errores se mantienen para los cálculos de los intervalos a horizontes entre 5 y 8 trimestres.

b/ Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

Fuente: Banco de la República.

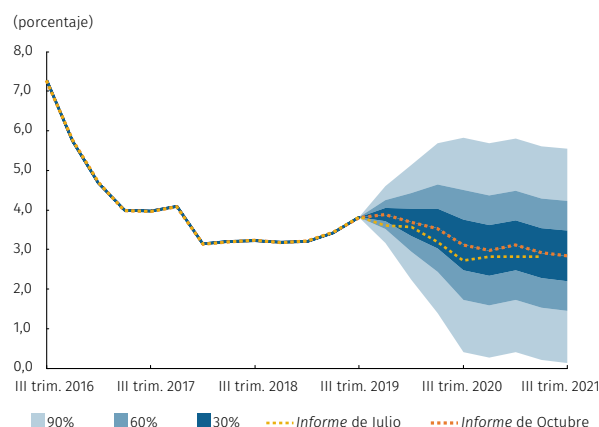
1.1 Resumen macroeconómico

En lo que resta del año y en 2020 los países desarrollados registrarían una desaceleración económica más acentuada y una política monetaria más expansiva que lo estimado un trimestre atrás. La mayor incertidumbre sobre los efectos de las tensiones comerciales y el *brexit*, junto con el reciente deterioro global de la industria y la confianza, han aumentado las preocupaciones sobre una desaceleración en los Estados Unidos y en Europa, más acentuada que lo esperado en el informe anterior. Un menor crecimiento estimado en los Estados Unidos, con menores tasas de interés reales observadas y esperadas, indica una tasa de interés neutral menor en ese país. En este contexto, en el presente informe se supone que en el cuarto trimestre de 2019 habrá una reducción de la tasa de interés de política de la Reserva Federal y que esta permanecerá estable en 2020¹. Al igual que para otros países de la región, las medidas de prima de riesgo de Colombia se han reducido a niveles históricamente bajos, pero el peso se ha depreciado frente al dólar. La incertidumbre sobre la persistencia de esta depreciación y el grado de su traspaso a los precios internos es elevada.

El crecimiento económico de Colombia esperado para 2019 aumentó de 3,0% a 3,2% y se mantuvo en 3,3% para 2020 (Gráfico 1.1). El mayor crecimiento observado del segundo trimestre frente al esperado por el equipo técnico del Banco se explicó por una mejor dinámica del gasto de los hogares y de las exportaciones. El consumo público se recuperó menos que lo proyectado y el nivel de la inversión en construcción de edificaciones dejó de caer. Para el tercer trimestre y lo que resta del año se espera un crecimiento de la demanda interna similar al del primer semestre. La postura expansiva de la política monetaria, la amplia oferta de crédito de consumo y el comportamiento de las remesas, entre otros factores, seguirán impulsando el gasto de los hogares. La inversión mantendría una fuerte dinámica, tras el ajuste que siguió al choque a los términos intercambio², y sería impulsada por la mayor ejecución esperada en obras civiles (4G) y los posibles efectos de la Ley de Financiamiento. En este informe se supone que los incentivos tributarios incluidos en aquella reforma se mantienen el próximo año. En 2020 la demanda interna no sería tan dinámica como en 2019, principalmente por el comportamiento del consumo público y, en menor medida, por una normalización en el ritmo de crecimiento del gasto de los hogares. La inversión crecería a una tasa similar a la registrada en 2019,

- 1 Al momento de escribir este informe la Reserva Federal redujo su tasa de interés en 25 pb.
- 2 Debido a la caída en los precios del petróleo a finales de 2014.

Gráfico 1.3
Índice de precios al consumidor (IPC)^{a/, b/}
(fan chart de la variación porcentual anual)

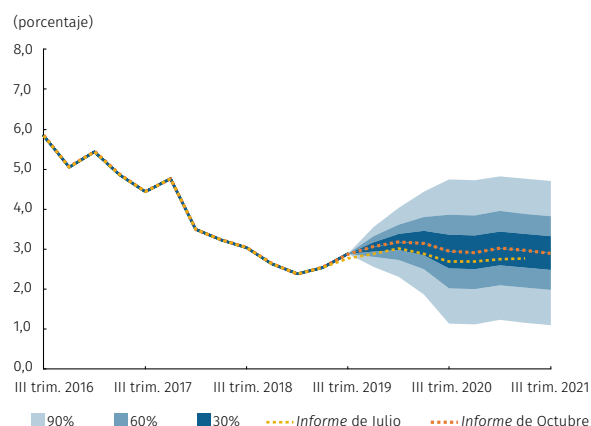


a/ El gráfico muestra la senda de pronóstico del escenario central, así como intervalos simétricos al 30%, 60% y 90% de confianza sobre esta senda para un horizonte a 8 trimestres. Estos intervalos se construyen a partir de los errores de pronóstico de la proyección central que resulta de los modelos de política monetaria Patacon y 4GM, evaluados de forma recursiva en cada trimestre para el período 2011-2018. Los errores de pronóstico son estimados para horizontes entre 1 y 4 trimestres. Estos últimos errores se mantienen para los cálculos de los intervalos a horizontes entre 5 y 8 trimestres.

b/ Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 1.4
IPC sin alimentos ni regulados^{a/, b/}
(fan chart de la variación porcentual anual)



a/ El gráfico muestra la senda de pronóstico del escenario central, así como intervalos simétricos al 30%, 60% y 90% de confianza sobre esta senda para un horizonte a 8 trimestres. Estos intervalos se construyen a partir de los errores de pronóstico de la proyección central que resulta de los modelos de política monetaria Patacon y 4GM, evaluados de forma recursiva en cada trimestre para el período 2011-2018. Los errores de pronóstico son estimados para horizontes entre 1 y 4 trimestres. Estos últimos errores se mantienen para los cálculos de los intervalos a horizontes entre 5 y 8 trimestres.

b/ Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

Fuente: Banco de la República.

explicada por una recuperación de la construcción en edificaciones y por un buen desempeño de las obras civiles, pese a un menor aumento en la inversión en maquinaria y equipo. El crecimiento de las exportaciones seguiría siendo bajo, en un contexto de una moderada recuperación de la demanda externa. Al tiempo, la recomposición de la inversión hacia bienes no transables, junto con un crecimiento más bajo del consumo en bienes durables supone un menor aumento de las importaciones. Pese a la menor dinámica de la demanda interna, esta crecería más que el producto interno bruto (PIB), con lo cual el déficit comercial se ampliaría. Los excesos de capacidad productiva se reducirían gradualmente entre 2019 y 2020, y serían ligeramente menores a los proyectados en el informe pasado, como resultado del aumento en el crecimiento proyectado para 2019 (Gráfico 1.2).

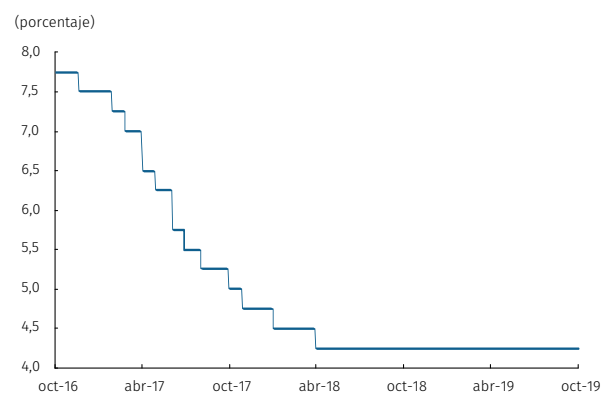
A finales de 2019 la inflación se situaría cerca del nivel actual de 3,8% y a comienzos de 2020 retomaría su convergencia a la meta del 3%, como consecuencia de la disolución de los choques de oferta transitorios que la afectaron (Gráfico 1.3).

En septiembre la inflación observada fue similar a la estimada por el equipo técnico del Banco; no obstante, se registraron presiones alcistas originadas por una depreciación del peso no anticipada. Si bien la transmisión de la tasa de cambio a los precios continúa siendo relativamente baja frente a episodios anteriores de depreciación, en el caso particular de los alimentos procesados fue más fuerte que lo estimado en el informe de julio. Lo anterior fue compensado por un aumento menor que el proyectado en los precios de la energía. Se espera que a finales de año los choques de oferta³ que incrementaron la inflación este año empiecen a diluirse, situación que sería en parte contrarrestada por una depreciación acumulada del peso mayor que la prevista y por su traspaso parcial a los precios internos. Dado lo anterior, la inflación debe presentar una tendencia decreciente a lo largo de 2020. A finales de ese año los aumentos en los precios de los alimentos no superarían el 3%, mientras que los precios regulados continuarían registrando menores ritmos de aumento y a diciembre de 2020 alcanzarían tasas algo inferiores al 4%.

El pronóstico de la inflación básica (sin alimentos ni regulados) es ligeramente más alto que el publicado un trimestre atrás (Gráfico 1.4), pero nuevamente converge a la meta en el segundo semestre de 2020. El actual pronóstico sugiere que la inflación básica seguiría aumentando hasta marzo de 2020, alcanzando niveles algo superiores al 3%. Si bien se espera que la transmisión de la tasa de cambio a estos precios siga siendo relativamente baja, el ligero aumento en el pronóstico se explica por una depreciación acumulada del peso más alta y por su mayor persistencia en el horizonte de pronóstico. A lo anterior se suma una brecha del producto menos negativa frente al informe anterior. No obstante, varios factores con-

3 Estos choques hacen referencia al fenómeno de El Niño, al cambio en la metodología de cálculo de la base gravable para el impuesto *ad valorem* a los licores y a la introducción del impuesto plurifásico a las gaseosas y cervezas contemplado en la Ley de Financiamiento que entró en vigencia en 2019.

Gráfico 1.5
Tasa de intervención Banco de la República
(datos diarios)



Fuente: Banco de la República.

tribuirán a que la inflación básica retorne a la meta en 2020. En primer lugar, el comportamiento de las tasas de interés internacionales y de las primas de riesgo sugieren que las presiones provenientes de la depreciación serían transitorias. De igual forma, los precios en dólares de las importaciones han descendido, tendencia que podría acentuarse dada la desaceleración esperada de la economía mundial. Adicionalmente, los excesos de capacidad instalada persistirían en el horizonte de pronóstico y las expectativas de inflación convergerían a la meta, debido a la reversión de los choques de oferta que las afectaron.

1.2 Decisión de Política Monetaria

En las reuniones de septiembre y octubre la JDBR, en decisión unánime, mantuvo la tasa de interés de intervención en 4,25% (Gráfico 1.5).

02 / Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos

2.1 Contexto externo

2.1.1 Demanda externa

En el horizonte de pronóstico la demanda externa relevante para Colombia es más débil que lo previsto en el informe anterior. Para los Estados Unidos y la zona del euro se prevé una moderación del ritmo de expansión económica. Para la economía china se proyecta una desaceleración estructural del crecimiento, por cuenta de la regulación para disminuir el endeudamiento y por la menor contribución del sector externo. La desaceleración del crecimiento del producto en estas economías se profundizaría debido a las tensiones comerciales, las cuales podrían seguir teniendo impactos sobre el comercio mundial, las cadenas globales de valor y la dinámica de la inversión. Lo anterior sería parcialmente contrarrestado por las diferentes respuestas de política económica, incluyendo las medidas adoptadas por los bancos centrales, las cuales se reflejarían en unas condiciones financieras internacionales más holgadas. En América Latina, un entorno menos favorable, una demanda interna que continúa exhibiendo un comportamiento más bajo que el esperado y la presencia de algunos choques de oferta, resultarían en un desempeño de la actividad económica en 2019 más débil que el estimado un trimestre atrás. Así, en el horizonte de pronóstico el crecimiento económico promedio de los socios comerciales sería inferior al descrito en el informe pasado (Cuadro 2.1 y Gráfico 2.1).

Para 2019 y 2020 se estima que el crecimiento del producto de las economías avanzadas se mantenga por debajo de lo registrado en 2018. En los Estados Unidos el crecimiento del PIB real en el segundo trimestre se redujo (se situó en 2,0% trimestre anualizado: t. a.) frente al registro del primer trimestre del año (3,1% t. a.), resultado de la contribución negativa de las exportaciones netas y de la inversión no residencial, lo cual fue parcialmente contrarrestado por el repunte del consumo de los hogares, favorecido por el buen comportamiento del mercado laboral y la confianza de los consumidores relativamente alta⁴. En la zona del euro la actividad económica continuó desacelerándose, registrando una expansión de 0,8% t. a. frente al 1,7% t. a. del primer trimestre, consecuencia de una menor contribución del sector externo. En estas economías el sector manufacturero habría continuado debilitándose, mientras que los servicios habrían mantenido una buena dinámica. Los indicadores más recientes sugieren que las tensiones comerciales acentuarían el deterioro de la producción industrial y sus perspectivas (Gráfico 2.2), a la vez que un ambiente de mayor incertidumbre global seguiría teniendo impactos sobre

Cuadro 2.1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales^{a/}

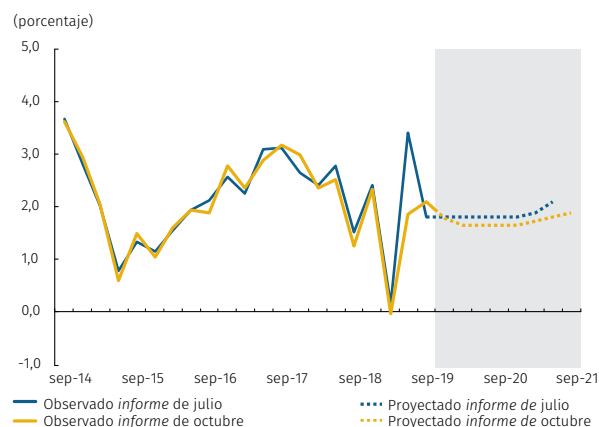
Principales socios	2018 (pr)	2019 (proy)	2020 (proy)	2021 (proy)
Estados Unidos	2,9	2,2	1,6	1,6
Zona del euro	1,9	1,0	1,0	1,1
Ecuador	1,1	-0,6	0,2	0,8
China	6,6	6,2	5,9	5,8
Brasil	1,1	0,9	1,8	2,3
Perú	4,0	2,6	3,3	3,5
México	2,0	0,5	1,5	1,8
Chile	4,0	2,5	3,0	3,0
Total socios comerciales ^{a/}	2,5	1,5	1,7	1,8

(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

a/ Estas cifras corresponden a los socios comerciales sin Venezuela. Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso del volumen de comercio no tradicional. Fuentes: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales de los países (datos observados); Banco de la República (cálculos y proyecciones).

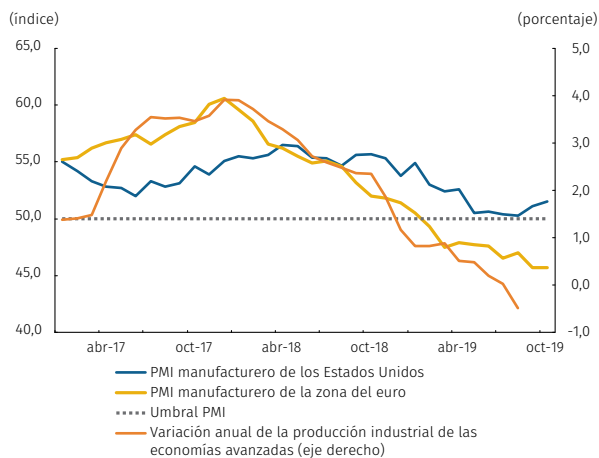
Gráfico 2.1
Supuesto trimestral del crecimiento de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales^{a/} (variación trimestral anualizada)



a/ Estas cifras corresponden a los socios comerciales sin Venezuela. Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso del volumen de comercio no tradicional. Fuentes: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales (datos observados); Banco de la República (cálculos y proyecciones).

4 Al momento de escribir este informe se conoció el crecimiento económico para el tercer trimestre de 2019 (1,9% t. a.) de los Estados Unidos, cifra superior a lo esperado por el promedio del mercado (1,8% t. a.).

Gráfico 2.2
PMI manufacturero y variación anual de la producción industrial en las economías avanzadas^{a/}

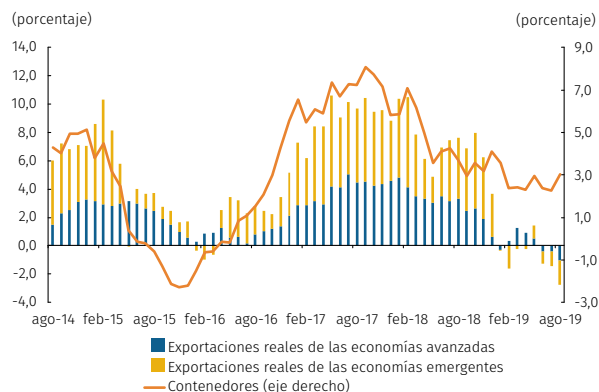


a/ Promedio móvil de tres meses de la variación anual de la producción industrial, excluyendo construcción.

Nota: un registro del índice de gestores de compra (PMI, por su sigla en inglés) por encima del umbral indica expansiones y por debajo sugiere contracciones en el sector con respecto al mes previo.

Fuentes: Bloomberg y CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

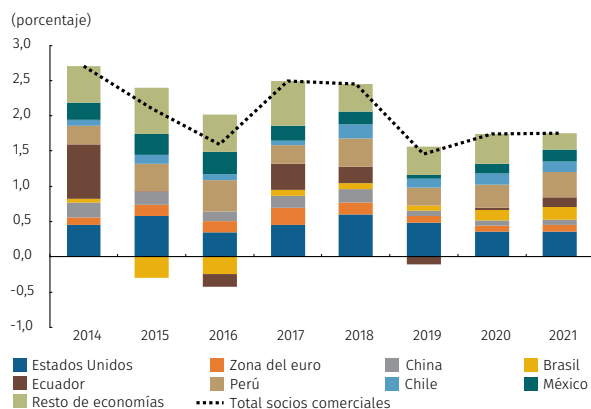
Gráfico 2.3
Exportaciones reales y tráfico mundial de contenedores (variación anual)



Nota: promedio móvil de tres meses de la variación anual.

Fuente: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y Institute of Shipping Economics and Logistics.

Gráfico 2.4
Contribución al crecimiento anual de los socios comerciales^{a/}



a/ Estas cifras corresponden a los socios comerciales sin Venezuela. Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso del volumen de comercio no tradicional.

Fuentes: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales de los países (datos observados); Banco de la República (cálculos y proyecciones).

las decisiones de inversión. Lo anterior ha derivado en una mayor desaceleración del comercio global que, de acuerdo con la Organización Mundial del Comercio, se mantendría en los siguientes meses (Gráfico 2.3). De esta forma, se redujeron las proyecciones de crecimiento para los Estados Unidos y la zona del euro para 2019 y 2020.

La debilidad de la demanda interna, un contexto externo menos favorable y la persistencia de algunos choques de oferta han llevado a revisar a la baja los pronósticos de los principales socios comerciales en América Latina. Los recientes hechos de inestabilidad política en algunos países de la región podrían acentuar estas tendencias. En el segundo trimestre del año se registraron sorpresas a la baja en la actividad económica de México, Perú y Chile, las cuales estuvieron acompañadas de un deterioro en su mercado laboral. Una parte de este comportamiento puede atribuirse a la persistencia de algunos choques de oferta transitorios en los sectores primarios, especialmente en Chile y Perú, los cuales continuarían revirtiéndose gradualmente en la segunda mitad del año. Adicionalmente, en estas dos economías las exportaciones restaron impulso al crecimiento y el consumo privado se desaceleró, lo cual ha deteriorado sus perspectivas para el presente año, pero se proyecta alguna recuperación para 2020 y 2021. Por su parte, en México se revisaron a la baja las proyecciones, resultado de una debilidad más pronunciada de los componentes de la demanda interna, el ajuste en la extracción de crudo y los posibles efectos de la menor producción industrial en los Estados Unidos. En Brasil, a pesar de que en el segundo trimestre se registró una sorpresa al alza en el dato de crecimiento, sus pronósticos se han revisado a la baja por cuenta de un menor gasto público y una caída de las ventas al exterior, afectadas en especial por el deterioro de la situación económica en Argentina. Por último, en Ecuador se proyecta una contracción económica en 2019 y un bajo crecimiento en 2020 y 2021, debido, en parte, al proceso de ajuste en las cuentas fiscales.

En el escenario central de pronóstico se espera que en 2019 el crecimiento del PIB real de los socios comerciales del país sea del 1,5%, aumente levemente al 1,7% en 2020 y al 1,8% en 2021. Dichos crecimientos implican una desaceleración con respecto al resultado de 2018 (2,5%) y una menor senda de crecimiento frente al informe anterior (Cuadro 2.1 y gráficos 2.1, y 2.4). La incertidumbre de estos pronósticos es elevada, por la posibilidad de nuevas restricciones al comercio, el resurgimiento de acuerdos bilaterales en detrimento de arreglos comerciales globales, la dinámica de las tensiones políticas en la región, una desaceleración de la economía china mayor que la esperada y la forma como se desarrolle el *brexit*, entre otros. En neto, el balance de todos estos factores es un riesgo a la baja en el pronóstico de los socios comerciales.

2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

La mayor debilidad esperada en la demanda mundial ha resultado en una revisión a la baja en el pronóstico del precio

Cuadro 2.2

Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia

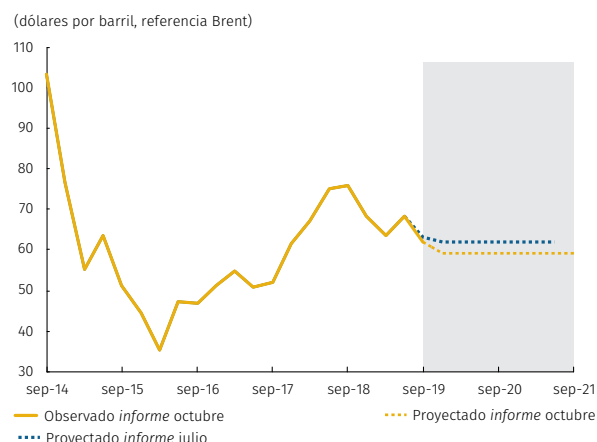
	2018	2019 (proy)	2020 (proy)
Petróleo referencia Brent (dólares por barril)	71,6	63,3	59
Carbón (dólares por tonelada)	85,8	73	60
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	1,37	1,29	1,34
Oro (dólares por onza troy)	1.269	1.397	1.475

(proy): proyectado.

Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.5

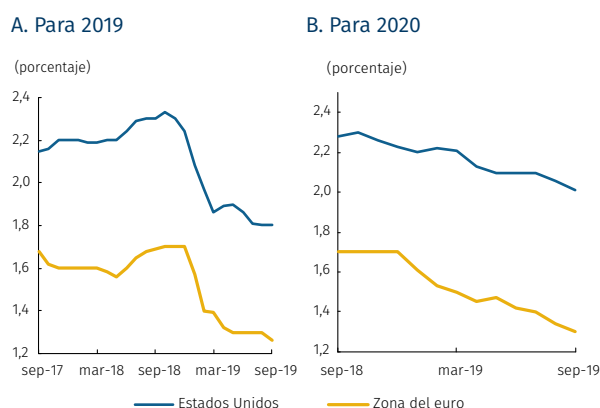
Supuesto trimestral del precio del petróleo con base en las proyecciones anuales



Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.6

Evolución de las expectativas de inflación total anual para los Estados Unidos y la zona del euro^{a/}



a/ Corresponde al promedio mensual de las variaciones anuales del índice de precios al consumidor.
Fuente: Bloomberg.

del petróleo. En los últimos meses la cotización internacional del petróleo se ha reducido frente a lo observado en la primera mitad del año, por cuenta del deterioro de las perspectivas sobre la actividad económica global, la apreciación generalizada del dólar y el aumento en la explotación de hidrocarburos en los Estados Unidos. Estos factores han sido contrarrestados parcialmente por la renovación del acuerdo de recortes a la producción por parte de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y sus aliados hasta marzo de 2020, y por eventos geopolíticos que han disminuido la oferta de este bien básico. En particular, en septiembre los atentados contra la infraestructura petrolera en Arabia Saudita afectaron la producción y el precio del crudo, aunque de forma transitoria. Se espera que en el balance entre los factores de oferta y demanda predominen los de esta última, con lo cual el pronóstico del precio promedio es de USD 63,3 por barril (referencia Brent) para 2019 y de USD 59 para 2020 y 2021. Lo anterior representa una reducción frente a lo proyectado en el informe anterior (Cuadro 2.2 y Gráfico 2.5).

En los últimos meses las expectativas de inflación total en las economías avanzadas se han reducido y sugieren que se ubicaría cerca o por debajo de su meta en los próximos dos años. En septiembre la inflación básica y la total en los Estados Unidos no mostraron cambios frente al registro de agosto (1,7% y 2,4%, respectivamente), y esta última se situó por debajo de lo esperado por el mercado. La diferencia registrada entre estas medidas se explica, en buena parte, por la caída en los precios de la energía, principalmente en la gasolina. Por su lado, en la zona del euro la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) total se redujo de 1,0% en agosto a 0,8% en septiembre, mientras que la inflación básica registró un leve incremento, pasando de 0,9% a 1,0%. Las expectativas de inflación para el resto de 2019 y 2020 han disminuido en los últimos meses y se sitúan en niveles cercanos a sus metas, o inferiores en el caso de la zona del euro, lo cual refleja un panorama de escasas presiones inflacionarias en estas economías (Gráfico 2.6).

En 2019 y 2020 se registraría una reducción anual de los términos de intercambio, debido a las menores proyecciones de las cotizaciones internacionales de las materias primas exportadas por el país, efecto que se compensaría parcialmente por el comportamiento de los precios en dólares de los bienes importados. Los precios implícitos en dólares de las exportaciones han disminuido anualmente 5,5% en lo corrido del año hasta agosto. Para el petróleo y el carbón esta dinámica se ha intensificado en el bimestre julio-agosto, al registrar caídas anuales del 15% y 19%, respectivamente. En particular, los precios del carbón se han visto afectados por el abaratamiento de otras fuentes de energía y por la tendencia internacional hacia la mejora en las prácticas ambientales. De igual forma, se ha observado un descenso generalizado en los índices de precios en dólares de los bienes importados, los cuales disminuyeron entre enero y agosto cerca del 5,0% con respecto al mismo período del año anterior. Las principales caídas se presentaron en las cotizaciones de los bienes intermedios (-8,0%), seguidas por los bienes de consumo (-4,2%) y los de capital (-0,9%). Lo anterior podría estar asociado con la

apreciación del dólar frente al resto de monedas en el mundo y con la ausencia de presiones inflacionarias en las economías avanzadas. De esta forma, en 2019 los términos de intercambio se reducirían en 1,8% y en 2020 continuarían disminuyendo (Cuadro 2.2).

2.1.3 Desarrollos financieros externos

La dinámica de los mercados financieros internacionales ha estado marcada por una mayor preocupación en torno al crecimiento de la economía global y la respuesta de los principales bancos centrales del mundo desarrollado. A lo largo del tercer trimestre la intensificación de la disputa comercial entre los Estados Unidos y China, junto con otros factores de riesgo (como la caída de la confianza de los inversionistas), encendieron las alarmas sobre el desempeño futuro de la actividad económica mundial. En este mismo período los bancos centrales de las economías avanzadas y de algunas economías emergentes redujeron sus tasas de interés de referencia y anunciaron medidas adicionales de estímulo monetario. En particular, en agosto se observó un incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales (medida con los índices VIX o el VSTOXX), al tiempo que se registraron caídas en los principales índices bursátiles. Lo anterior estuvo acompañado de una mayor demanda de activos considerados menos riesgosos, salidas de capitales de los mercados emergentes y una apreciación global del dólar.

Dados los mayores riesgos de deterioro del panorama económico internacional, en este informe se espera una política monetaria en los países desarrollados más expansiva que la prevista en julio. En particular se redujo la senda esperada para la tasa de interés de la Fed en el ejercicio de proyección macroeconómica. Este escenario contempla que la tasa de interés de la Fed se reducirá en 25 pb en el cuarto trimestre, ubicándose en un rango entre 1,50% y 1,75% a finales del presente año y durante 2020⁵ (Gráfico 2.7). La reducción no sería mayor, dada una brecha del producto de los Estados Unidos en terreno positivo y un mercado laboral que registra una tasa de desempleo en mínimos históricos. Estas proyecciones coinciden con la moda del rango esperado para la tasa de interés de la Fed por parte de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) y con la mediana de las proyecciones de los analistas; sin embargo, son superiores a las implícitas en los precios de los futuros sobre las tasas de interés (Gráfico 2.8). Cabe señalar que en septiembre el FOMC de la Reserva Federal (Fed) hizo el segundo recorte de la tasa de interés en 2019. Esta medida se dio como respuesta a los mayores riesgos ante el deterioro del panorama económico internacional y en ausencia de presiones inflacionarias. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE), en su reunión de septiembre, decidió recortar la tasa de interés aplicable a la facilidad de depósito; además, modificó su programa de finan-

Gráfico 2.7
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Fed

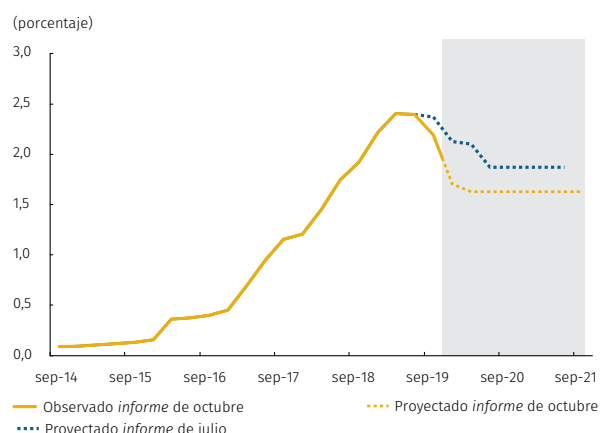
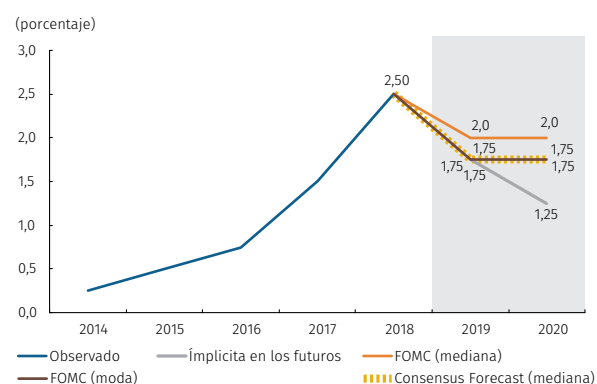


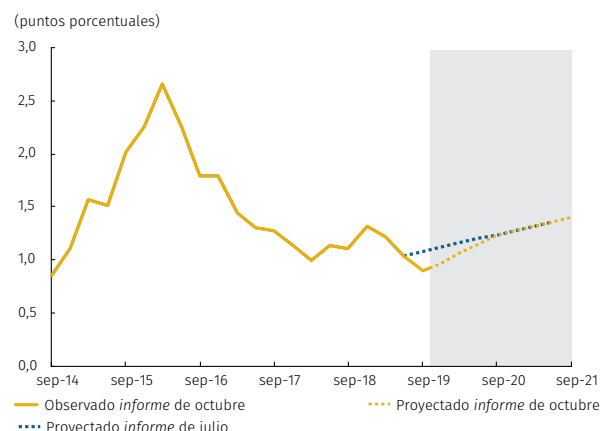
Gráfico 2.8
Límite superior del rango de la tasa de interés de la Fed (fin de año)^{a/}



a/ Los datos de la probabilidad implícita de los futuros fueron actualizados el 23 de octubre de 2019. Las proyecciones de los miembros de la Fed corresponden a los de su reunión del 17 y 18 de septiembre. Por último, los pronósticos de Consensus Economics fueron obtenidos de su reporte de octubre (información al 19 de septiembre).

5 Al momento de escribir este informe la Reserva Federal redujo su tasa de interés en 25 pb, en su reunión de octubre.

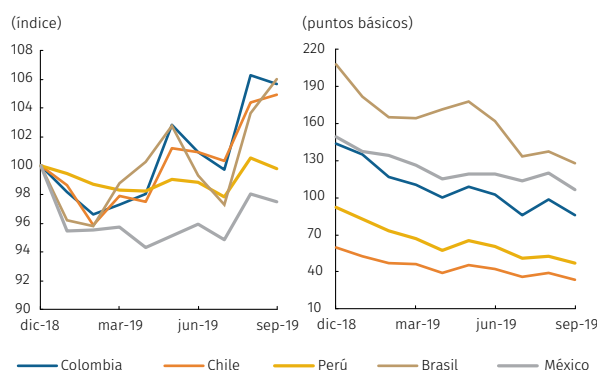
Gráfico 2.9
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)^{a/}



a/ Corresponde a los *Credit default swaps* a cinco años.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

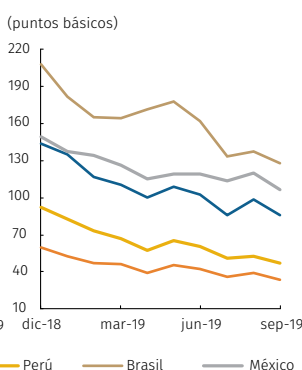
Gráfico 2.10
Comportamiento de la tasa de cambio nominal y la prima de riesgo (CDS a cinco años) de algunas economías de la región

A. Tasa de cambio nominal
(base diciembre 2018)



Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

B. Credit Default Swaps a cinco años



ciación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por su sigla en inglés), reduciendo el tipo de interés con el cual se fijan estas operaciones y ampliando el plazo de vencimiento. Por último, divulgó la reanudación de las compras de activos a partir de noviembre de 2019. En adelante, se espera que la postura de política monetaria se mantenga expansiva, acorde con lo anunciado.

En un entorno de menores tasas de interés externas, se espera que las condiciones financieras internacionales para Colombia se mantengan favorables en los próximos años. En promedio, durante el tercer trimestre de 2019 las primas de riesgo soberano de algunas de las economías de la región se han reducido frente a lo observado en la primera mitad del año. En el caso colombiano, el promedio de este indicador para el tercer trimestre, medido con los *credit default swaps* (CDS a cinco años) fue de 89,9 pb, inferior al esperado y al registro del primer semestre del año (112,5 pb), situándose cerca de los mínimos históricos. El escenario central sigue suponiendo una convergencia de la prima de riesgo hacia su promedio histórico en el horizonte de pronóstico, pero desde un nivel más bajo (Gráfico 2.9). Este supuesto tiene en cuenta la acumulación de déficits externos del país y los otros factores de riesgo mencionados.

A pesar de unas condiciones financieras internacionales más holgadas y una prima de riesgo más baja, la tasa de cambio para Colombia presentó una depreciación no anticipada en el informe de julio. En el ejercicio de pronóstico se supone que parte de este aumento se revierta en los próximos meses. En el tercer trimestre, las tasas de cambio de algunas de las monedas de la región, incluida la colombiana, registraron una depreciación frente al segundo trimestre del año. Los mayores aumentos se dieron en Chile (3,3%), Colombia (3,17%) y México (1,73%) (Gráfico 2.10). El promedio de la tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar fue de COP3.343 para el tercer trimestre, superior al COP3.240 del segundo trimestre de 2019. Como resultado, en lo que va corrido del año la variación del peso colombiano pasó de 11,9% en junio a 12,33% en septiembre de 2019, superior a la esperada en el informe de julio.

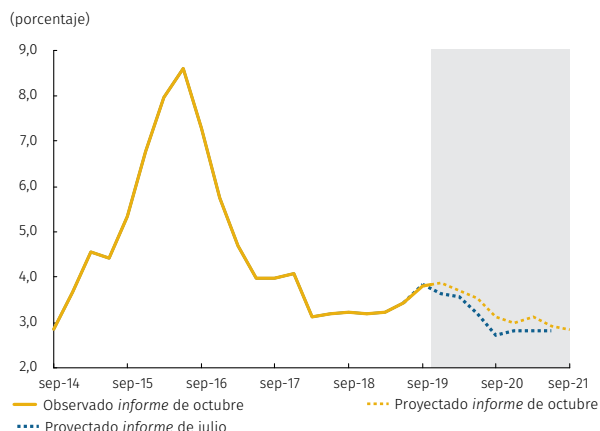
2.2 Proyecciones macroeconómicas⁶

2.2.1 Inflación

La inflación anual al consumidor deberá comenzar a descender a comienzos del próximo año, un trimestre más tarde que lo previsto en el informe de julio y converger al 3% al final de 2020. Esto, debido a presiones temporales no anticipadas provenientes del tipo de cambio. Durante el segundo y tercer trimestres del año se mantuvieron los choques a los precios de los alimentos y los transables que afectaron la inflación.

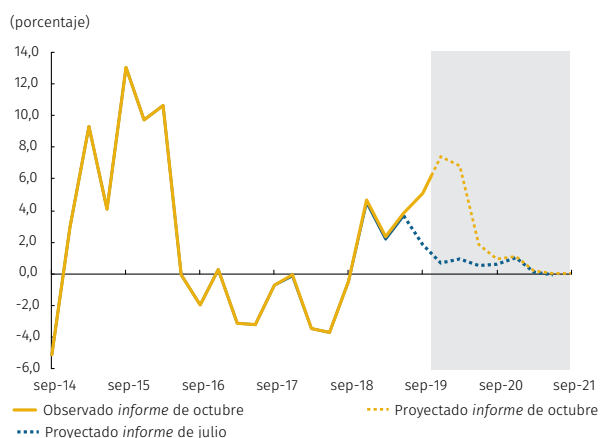
6 Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

Gráfico 2.11
Índice de precios al consumidor
(variación porcentual anual)



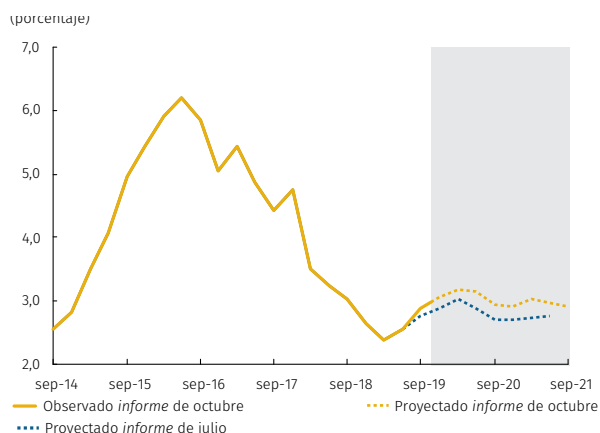
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.12
Brecha inflacionaria de la TCR trimestral



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.13
IPC sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

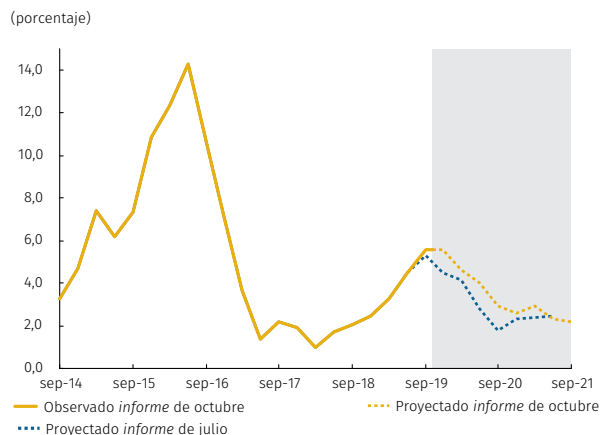
Estos se originaron en fenómenos climáticos adversos y por modificaciones temporales asociados con los cambios en el cálculo del impuesto *ad valorem* a los licores. Sin embargo, el impacto de estos sucesos habría comenzado a desvanecerse desde finales del tercer trimestre y contribuirá con una menor inflación en lo que resta del presente año y en el próximo. No obstante, en el presente informe se identificaron presiones adicionales originadas por el aumento reciente de la tasa de cambio, que resultó mayor que el estimado un trimestre atrás. Aunque parte de esta depreciación se estima transitoria, posergó el inicio de la convergencia de la inflación a su meta para principios de 2020 (Gráfico 2.11).

El incremento reciente en la tasa de cambio y su persistencia llevan a estimar una brecha inflacionaria del tipo de cambio real transitoriamente más alta que la prevista en el informe de julio. Este informe contempla que las presiones provenientes de la depreciación de la tasa de cambio serían mayores y más persistentes que las contempladas antes. No obstante, irán cediendo en el horizonte de pronóstico (Gráfico 2.12).

La inflación básica (sin alimentos ni regulados) aumentaría hasta el primer trimestre de 2020, pero luego debe descender para ubicarse alrededor de la meta en el horizonte de pronóstico (Gráfico 2.13). La variación anual del IPC de transables ha aumentado gradualmente de la mano del traspaso de la depreciación. Hacia adelante se espera que esta tendencia continúe en niveles superiores a los previstos en el informe anterior. No obstante, cabe resaltar que la transmisión de la tasa de cambio a los precios en la coyuntura actual seguirá siendo relativamente baja frente a episodios anteriores de depreciación. Dentro de las posibles causas de este fenómeno se encuentran las reducciones en los precios de importados y una brecha del producto que se estima en terreno negativo. Con respecto a los no transables, las presiones de demanda observadas en lo corrido del año han sido escasas, lo cual se ha traducido en un comportamiento relativamente estable de la variación anual de los precios de dicha canasta. Aumentos puntuales en los precios de algunos ítems han llevado a revisar levemente su pronóstico al alza frente a lo proyectado en julio. En general, la convergencia de la inflación básica en el mediano plazo a la meta obedece a: 1) el carácter transitorio de la depreciación; 2) la proyección de una brecha de producto aún negativa en 2020; 3) la reversión de los choques de oferta y su impacto sobre las expectativas de inflación, y 4) un mercado laboral que seguirá holgado por lo cual no se anticipan presiones en los costos salariales. Es importante resaltar que el pronóstico de inflación no incorpora un aumento del salario mínimo para 2020 muy por encima del incremento de la productividad y la meta de inflación.

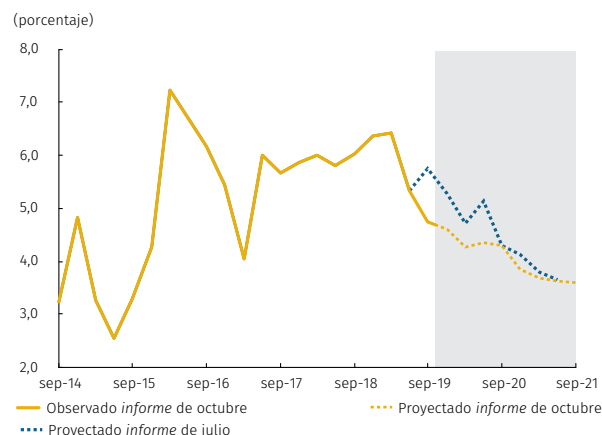
Frente al informe de julio, el nuevo pronóstico del IPC de alimentos contempla una normalización más lenta de la oferta de alimentos perecederos y unas presiones cambiarias más fuertes sobre el grupo de los procesados. Se sigue esperando una reducción en la variación anual del IPC de alimentos, pero esto debe suceder un trimestre más tarde de lo estimado antes (Gráfico 2.14). Los efectos del fenómeno de El Niño continuarán

Gráfico 2.14
IPC de alimentos^{a/}
(variación anual)



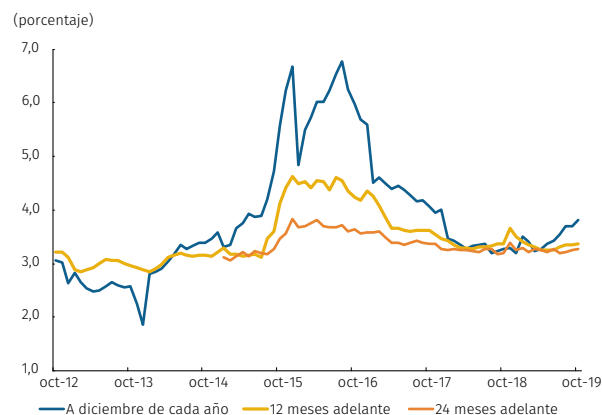
a/ Incluye comidas fuera del hogar.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.15
IPC de regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.16
Expectativas de inflación de analistas de bancos y
comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República (encuesta mensual aplicada a analistas).

desvaneciéndose a partir del cuarto trimestre de 2019 y la primera mitad del próximo año, al igual que los choques originados en los aumentos de los impuestos indirectos⁷. Sin embargo, en los últimos meses las condiciones climáticas han sido poco favorables, lo que estaría retrasando la recuperación de la oferta de alimentos. A esto se suman las presiones alcistas no anticipadas del traspaso de un mayor tipo de cambio sobre los precios de alimentos de origen importado.

La variación anual del IPC de regulados continuaría con aumentos relativamente altos en lo que resta del año, aunque presentaría una tendencia decreciente más marcada que la prevista en el informe anterior. En el segundo y tercer trimestres la variación anual del grupo de los regulados sorprendió a la baja, en particular ante ajustes menores que los previstos en las tarifas de energía eléctrica, lo cual llevó a reducir la proyección de esta canasta para lo que resta del año. Para 2020 las variaciones serán menores que las anticipadas en julio, aunque con valores cercanos al 4% a finales del año (Gráfico 2.15). Esta dinámica es, en parte, el resultado de menores presiones provenientes de los costos de los combustibles y de los servicios de transporte, ante un menor precio del petróleo que el proyectado en el informe anterior.

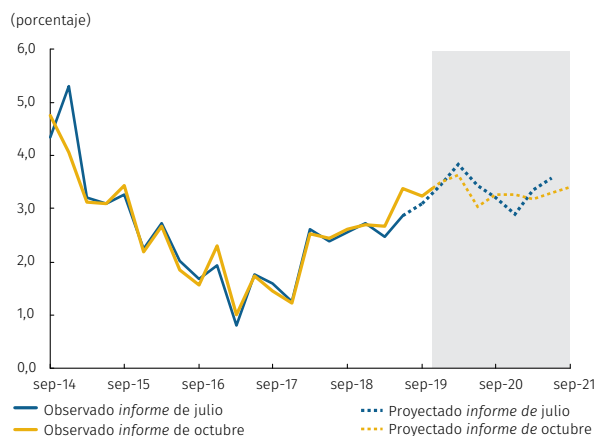
En septiembre, las medidas de expectativas de inflación de los analistas tendieron a incrementarse y sugieren que la inflación se ubicaría alrededor del 3,8% a finales de año. En particular, la medición obtenida a partir de la encuesta mensual a analistas del Banco muestra una inflación esperada a finales de 2019 del 3,81% y a doce y veinticuatro meses de 3,37% y 3,28%, respectivamente (Gráfico 2.16). En el informe de julio dichos valores se ubicaban en 3,54% a diciembre y en 3,31% y 3,20% a doce y veinticuatro meses. En el caso de la encuesta trimestral recogida a comienzos de octubre por el Banco, la cifra esperada a diciembre de este año es de 3,80%, a doce meses de 3,63% y a veinticuatro meses de 3,61%. Cabe resaltar que esta encuesta ha reportado históricamente tasas más altas. Por su parte, los valores estimados a partir de los TES⁸ muestran expectativas a dos, tres, cinco y diez años de 3,44%, 3,50%, 3,54% y 3,59%, respectivamente⁹.

7 Estos choques corresponden al ajuste de la metodología para el cálculo de la base gravable para el impuesto *Ad valorem* a los licores y la introducción del impuesto plurifásico a las gaseosas y cervezas. Este último supone que la Ley de Financiamiento continuará vigente el próximo año.

8 Con información a octubre 24 de 2019.

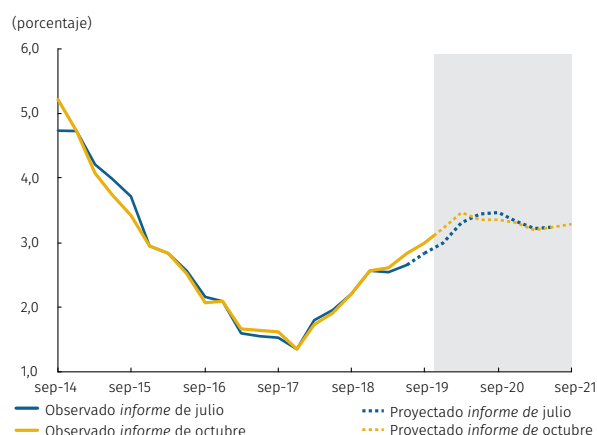
9 Al descontar las primas de riesgo inflacionario y de liquidez, las tasas a dos y cinco años son 3,03% y 3,12%, respectivamente. Para estos cálculos se usa la metodología implementada por Espinosa, Melo y Moreno (2015). "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano", Borradores de Economía, núm. 903, Banco de la República.

Gráfico 2.17
PIB trimestral
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.18
PIB acumulado, 4 trimestres
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

2.2.2 Actividad económica

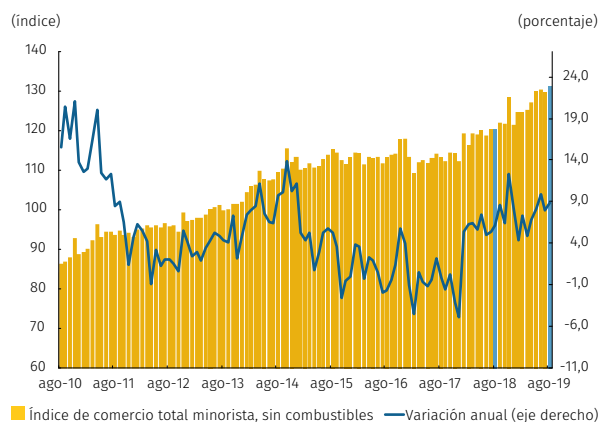
El PIB crecerá a una tasa promedio anual un poco superior al 3% en el horizonte de pronóstico, manteniendo una tendencia gradual de convergencia a su nivel potencial. Las cifras más recientes del DANE (con series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario)¹⁰ muestran una expansión económica para la primera mitad del año mayor a la contemplada en el informe de política monetaria anterior, con un segundo trimestre que creció a una tasa anual del 3,4%, superior a la prevista (2,9%), gracias al dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo, de las exportaciones y del consumo privado. Aunque las exportaciones deberán retornar a tasas de crecimiento anual más moderadas en la segunda mitad del año, el consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo sostendrán tasas relativamente altas de expansión. Esto, junto con la recuperación de la inversión en obras civiles y, en menor medida, de la del consumo público, permite esperar un ritmo de crecimiento para la economía en su conjunto del 3,2% para el tercer trimestre (Gráfico 2.17) y algo superior a esta cifra para el cuarto. En este informe se ha disminuido el pronóstico de crecimiento para el tercer trimestre de la inversión en vivienda, dado que la recuperación que se esperaba para el segundo trimestre solo se materializó parcialmente, por lo menos en términos de variaciones anuales.

Dado lo anterior, el pronóstico de crecimiento del PIB para todo 2019 aumentó al 3,2% frente al 3,0% proyectado en el informe anterior (Gráfico 2.18). Esta cifra es compatible con un crecimiento de la demanda interna algo superior al 4,0%, el cual es mayor al previsto en julio. De confirmarse estas tendencias, la economía colombiana estaría presentando su mejor desempeño desde 2014, cuando llegó a su fin la fase alcista del ciclo de los precios internacionales del petróleo. Cabe resaltar que este crecimiento sería uno de los más altos de América Latina.

Para 2020 se mantiene el pronóstico de crecimiento del informe anterior en 3,3%, con una demanda interna que crecería por encima de esta cifra. Unas condiciones financieras internas amplias, caracterizadas por tasas de interés reales en terreno ligeramente expansivo, deberán seguir contribuyendo a la expansión de la demanda interna y a reducir los excesos de capacidad instalada. A esto se suma el impulso que continuará ofreciendo el avance de los diferentes proyectos de obras públicas y la reactivación del sector de construcción de vivienda. Estos pronósticos suponen que los estímulos tributarios a la inversión, que fueron creados por la Ley de Financiamiento recientemente declarada inexecutable por la Corte Constitucional, se mantendrán. Las proyecciones también contemplan una pequeña revisión a la baja en los términos de intercambio y unas débiles condiciones para la demanda externa de Colombia, con un dinamismo menor que el previsto en el infor-

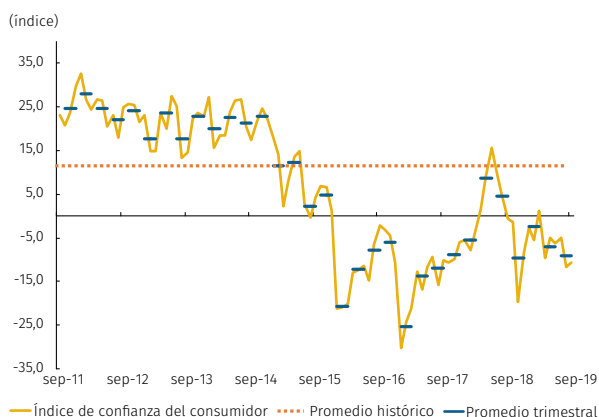
10 En adelante, en lo concerniente al PIB y sus componentes, se hará referencia a las series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario según lo publica el DANE.

Gráfico 2.19
Encuesta mensual del comercio al por menor y comercio de vehículos
(variación anual)



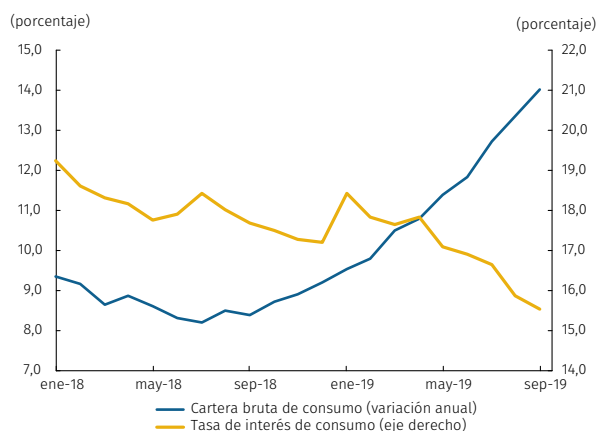
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.20
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 2.21
Cartera bruta y tasa de interés de consumo
(variación anual)



Fuente: Banco de la República.

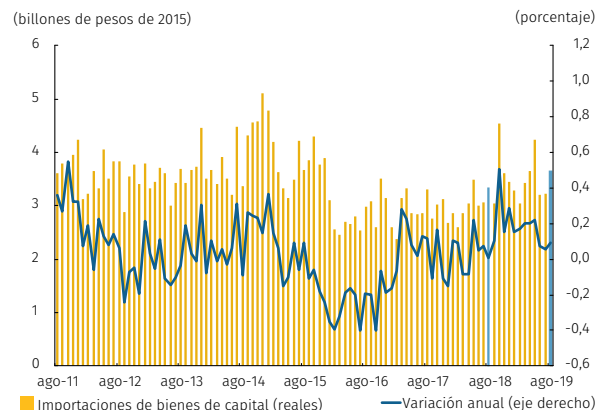
me anterior y en un entorno internacional más incierto para la inversión. Pese a ello, se considera que el país seguirá enfrentando unas condiciones financieras externas relativamente amplias que no frenarán el crecimiento. Así las cosas, el impulso al crecimiento para 2020 provendrá principalmente de la demanda privada, tanto de la inversión (incluidas obras civiles impulsadas por el GNC) como del consumo de los hogares. Se espera alguna recomposición de la inversión y del consumo en favor de rubros menos intensivos en bienes importados, lo que haría que la contribución al crecimiento de las exportaciones netas sea menos negativa que la estimada para 2019.

Con cifras a junio, el consumo privado acumuló dos trimestres de crecimientos anuales superiores al 4%, dinamismo que debería continuar en lo que resta del año, pero debe moderarse hacia 2020 y 2021. En el segundo trimestre este componente del gasto continuó exhibiendo un dinamismo significativo, que superó las proyecciones del informe anterior. Los pocos indicadores disponibles para el tercer trimestre, como las ventas al por menor a agosto (Gráfico 2.19), la demanda de energía regulada a ese mismo mes y las importaciones a septiembre (según avances de la DIAN), sugieren que este ritmo se habría mantenido en dicho período. Ello, a pesar de que la confianza de los consumidores, según lo mide el indicador de Fedesarrollo, no ha repuntado (Gráfico 2.20).

En la segunda mitad del año y hacia 2020 se deben mantener las condiciones favorables que han impulsado el crecimiento del consumo de los hogares en lo corrido de este año. Entre ellas cabe resaltar la expansión del crédito de consumo a tasas de interés relativamente bajas (Gráfico 2.21) y la importante expansión de las remesas medidas en dólares y pesos reales. En los próximos trimestres también debe contribuir a la expansión del consumo privado la disminución prevista de la inflación hacia la meta. Hacia 2020 el aporte del consumo durable y semidurable al crecimiento del agregado sería menor que el observado en lo corrido del año y que el esperado para todo 2019. Esto, en parte, debido a la depreciación acumulada del peso y su posible persistencia en el horizonte de pronóstico. Adicionalmente, cálculos preliminares del equipo técnico sugieren que la inmigración proveniente de Venezuela habría tenido un impacto positivo en el crecimiento del consumo privado, situación que se supone persista en 2020.

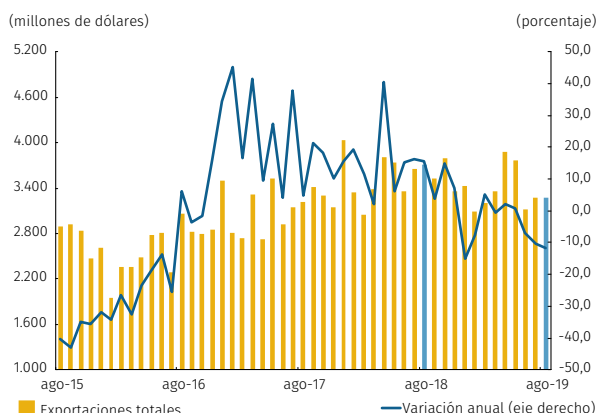
En el primer semestre el consumo público tuvo un menor aporte al crecimiento que en 2018, situación que se mantendría en lo que resta de 2019 y se acentuaría en 2020. La recuperación observada del consumo público en el segundo trimestre, después del pobre resultado de comienzos de año, fue menor que la esperada. Sin embargo, los niveles de ejecución presupuestales observados al tercer trimestre permiten esperar una aceleración en el crecimiento anual para este período y hacia finales de año. El gasto de los gobiernos regionales y locales debe contribuir a este mayor dinamismo. Pese a lo anterior, para garantizar el cumplimiento de la meta fiscal del GNC de 2,4%, este año el crecimiento debe ser inferior al de 2018. Para 2020 se observará un debilitamiento adicional en este componente de la demanda, teniendo en cuenta el

Gráfico 2.22
Importaciones de bienes de capital en pesos constantes
(billones de pesos de 2015, variación anual)



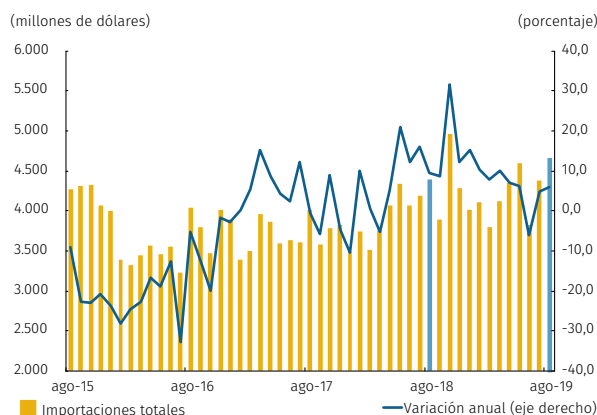
Fuentes: DANE y DIAN (avances de comercio exterior); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.23
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(millones de dólares y variación anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.24
Importaciones totales de bienes (FOB)
(millones de dólares y variación anual)



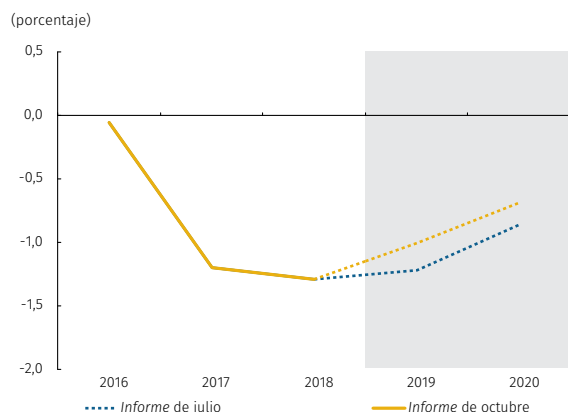
Fuentes: DANE y DIAN (avances de comercio exterior); cálculos del Banco de la República.

compromiso de continuar reduciendo el déficit fiscal al 2,2% el próximo año, dada la proyección actual del PIB. Adicionalmente, frente a 2019 el gasto de los gobiernos regionales y locales debe moderarse, algo que es usual cuando ocurre un cambio en las administraciones como en la actualidad.

La inversión continuaría mostrando tasas de crecimiento anual relativamente altas en lo que resta del año y hacia 2020. Los choques observados en la inversión en construcción a comienzos de año empezaron a revertirse en el segundo trimestre, aunque a un ritmo algo menor que el esperado por el equipo técnico. Durante el mismo período se registró un importante dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo, debido principalmente al gasto en equipo de transporte, que podría tener un componente transitorio al estar asociado con la modernización de las flotas de transporte masivo en algunas ciudades y con las compras de aeronaves. En conjunto, estos hechos explicaron la aceleración de la inversión total en términos anuales observada en el segundo trimestre. La información disponible para el tercer trimestre, en particular las importaciones de bienes de capital con cifras preliminares a septiembre (Gráfico 2.22), sugiere que la inversión en maquinaria y equipo seguirá manteniendo un buen ritmo de crecimiento en estos meses. Tasas de expansión altas para la inversión total deberán mantenerse el resto del año y en 2020. Además de maquinaria y equipo (impulsada por los estímulos tributarios), el dinamismo de la inversión continuará de la mano de la recuperación del rubro de construcción de otros edificios y estructuras (que incluye obras civiles) gracias a la ejecución de los proyectos viales 4G, tanto para lo que resta de 2019 como para 2020. En el caso de la construcción de vivienda, se estima un impulso moderado originado por el programa de vivienda de interés social (VIS) del Gobierno. Puesto que se espera que los excesos de oferta de vivienda no VIS se reduzcan de manera importante en el transcurso del presente año, la inversión en este segmento del mercado, que es el que más valor agregado aporta, debe ganar dinamismo en 2020, contribuyendo más que en los años anteriores al crecimiento de la inversión total. Por el contrario, en el siguiente año la inversión pública podría moderar su crecimiento debido a la estacionalidad generada por la entrada de las nuevas administraciones locales.

Las exportaciones presentarían un crecimiento modesto en la segunda mitad del año y en 2020, revirtiendo el choque positivo registrado en el segundo trimestre. Entre abril y junio el crecimiento anual de las exportaciones se aceleró. Sin embargo, este comportamiento podría ser transitorio y para la segunda mitad del año las tasas de crecimiento retornarían a cifras similares a las del primer trimestre (Gráfico 2.23). Este pronóstico supone que la producción de petróleo decrece en el tercer trimestre debido a los efectos negativos de los atentados a la infraestructura petrolera ocurridos en julio y por la disminución esperada en la producción de carbón, a lo cual se suma un bajo aumento de las exportaciones no tradicionales y de servicios. El deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial y de los principales socios comerciales del país para 2020 tampoco permite prever una expansión importante de este componente de la demanda.

Gráfico 2.25
Brecha del producto anual^{a/}



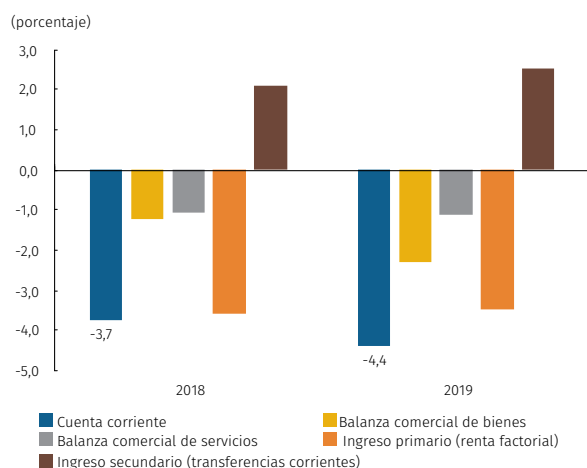
a/ Esta brecha se calcula como la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial (tendencial).
Fuente: Banco de la República.

Las importaciones seguirían creciendo a un ritmo fuerte en la segunda mitad del año, pero lo harían a un menor ritmo en 2020 gracias a la recomposición esperada de la demanda interna. La información preliminar a septiembre (Gráfico 2.24) muestra que las importaciones han seguido creciendo a tasas altas y, dadas las proyecciones de la demanda interna para el resto del año, esta tendencia se extenderá al cuarto trimestre. No obstante, para el próximo año se anticipa una recomposición de la demanda en favor de los bienes y servicios producidos localmente teniendo en cuenta el papel creciente que debe desempeñar la inversión en vivienda, junto con alguna desaceleración esperada en la de maquinaria y equipo. Además, el consumo de bienes durables importados tenderá a moderarse por el cambio en los precios relativos anotado anteriormente, debido a la mayor tasa de cambio.

Para 2019 y 2020 se estima una brecha del producto un poco menos negativa que la presentada en el informe de julio, la cual se seguirá cerrando en los próximos dos años (Gráfico 2.25). El aumento del pronóstico de crecimiento para 2019 explica esta revisión. La brecha habría comenzado a cerrarse en el segundo trimestre del año, un poco antes de lo previsto, dada la sorpresa positiva que se presentó en el crecimiento del segundo trimestre. El cierre gradual debe continuar en los próximos dos años puesto que el PIB debe expandirse a tasas superiores al 3,0% en todo este período, superando el crecimiento del PIB tendencial estimado para estos años.

2.2.3 Balanza de pagos

Gráfico 2.26
Cuenta corriente y sus componentes como porcentaje del PIB, primer semestre 2018-2019

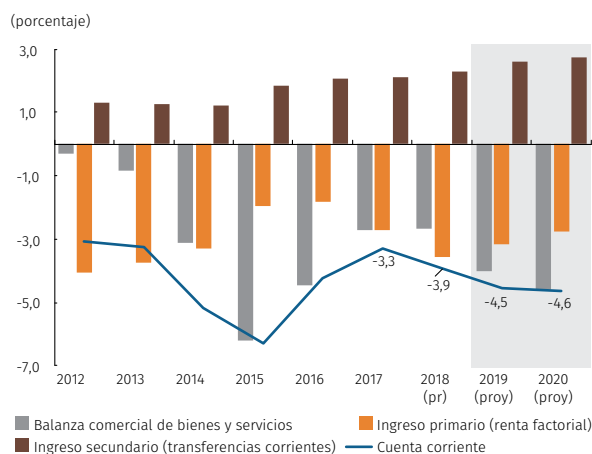


Fuente: Banco de la República.

En el primer semestre de 2019 el déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB fue del 4,4%, superior al 3,7% observado un año atrás (Gráfico 2.26). El deterioro obedeció, principalmente, al incremento generalizado de las importaciones, impulsado por la mejor dinámica de la demanda interna. Adicionalmente, el efecto de la depreciación del peso sobre la medición del PIB en dólares contribuyó a la ampliación de este indicador. Por el contrario, la dinámica de las remesas de trabajadores y la mayor rentabilidad de las inversiones en el exterior mitigaron el aumento del déficit corriente. Durante ese período el financiamiento externo provino principalmente de la inversión directa en el país y, en menor medida, de los ingresos por inversión de cartera y por la liquidación de activos en el exterior. Por su parte, los datos preliminares para el tercer trimestre del año indican que el déficit como proporción del producto se ubicaría por encima de lo observado en la primera mitad del año, debido a un déficit de la balanza comercial que se seguiría ampliando. En efecto, en el bimestre julio-agosto se observó una expansión anual del 6% en las importaciones, lideradas por las compras externas de bienes de capital, en contraste con la caída anual de las exportaciones (-11%), debido en gran medida a las menores ventas externas de petróleo y carbón.

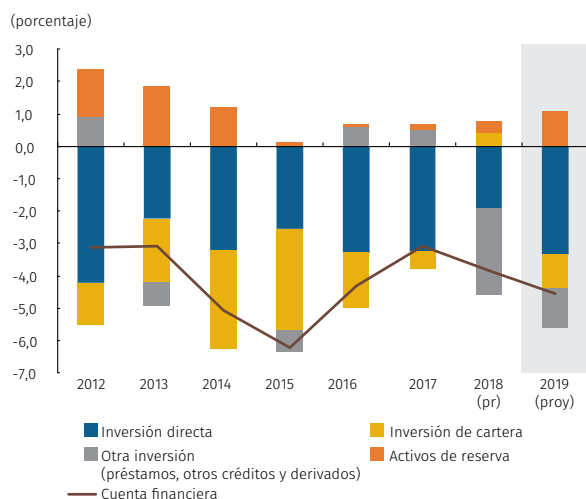
La fortaleza de la demanda interna, superior a la del producto, llevaría a que el déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB se ubique en 4,5% en 2019 y 4,6% en 2020.

Gráfico 2.27
Cuenta corriente anual y sus componentes como porcentaje del PIB



(pr): preliminar.
(proy): proyección.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.28
Cuenta financiera y sus componentes como porcentaje del PIB



(pr): preliminar.
(proy): proyección.
Fuente: Banco de la República.

Estos déficits seguirían siendo financiados en su mayor parte por inversión extranjera directa¹¹. Frente a lo registrado en el año anterior, la ampliación esperada del déficit en 2019 respondería, además del crecimiento económico soportado por la demanda interna, a unos términos de intercambio menos favorables y una desaceleración económica de los principales socios comerciales, que se traduciría en una balanza comercial más deficitaria. En efecto, las importaciones se incrementarían de forma generalizada, acorde con el desempeño estimado del consumo privado y de la inversión en maquinaria y equipo, aunque se espera una moderación de esta dinámica en el último trimestre del año por cuenta del efecto base de la feria del automóvil de 2018 y la disminución de los precios de los importados. Adicionalmente, se prevé una reducción de las exportaciones debido a los menores precios internacionales del petróleo y el carbón, intensificada por la contracción de la producción de este último.

Algunos factores contrarrestarían la ampliación del déficit de la cuenta corriente. En primer lugar, se presentaría una reducción de las utilidades de las empresas con capital extranjero, por la menor rentabilidad de las actividades extractivas (petróleo y carbón) y la depreciación del peso, que impactaría las ganancias en dólares de las firmas extranjeras enfocadas en el mercado interno. A esto se sumaría el incremento de las remesas de trabajadores, lo cual obedecería al desempeño favorable de los mercados laborales de algunos de los principales países de residencia de los migrantes colombianos. Además, las exportaciones de servicios asociadas con el turismo continuarían creciendo, como respuesta al incremento de los viajeros no residentes que arriban al país. Igualmente, el deterioro adicional del desbalance en la cuenta corriente en 2020 seguiría un patrón similar al esperado para 2019 (Gráfico 2.27).

En 2019 y 2020 los ingresos de capital por inversión extranjera directa continuarían siendo la principal fuente de financiamiento externo del déficit corriente (Gráfico 2.28). Se espera que, acorde con el mejor desempeño económico proyectado del país para estos años, la inversión directa continúe financiando los proyectos de las empresas extranjeras que se enfocan en el mercado nacional. A su vez, continuarían los aportes de capital extranjero destinados a sostener la producción nacional de los sectores minero y petrolero. A la par, las menores tasas de interés globales y la amplia liquidez internacional mantendrían la disponibilidad de otras fuentes de financiamiento externo, como lo son el endeudamiento y la inversión de cartera.

11 La proyección del déficit de la cuenta corriente para 2019 en millones de dólares (-USD 14.425 m) es similar a la del informe de julio (-USD 14.410 m). Sin embargo, la estimación como proporción del producto (-4,5% del PIB) es ligeramente mayor (0,1%) a la del informe de julio (-4,4% del PIB), debido al efecto de la depreciación sobre la medición del PIB en dólares.

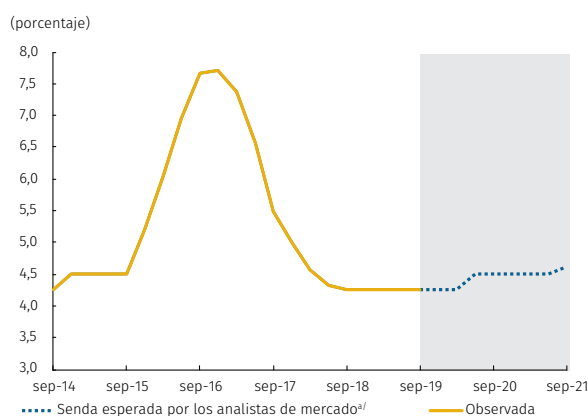
2.2.4 Política monetaria y tasas de interés esperadas por los analistas

En el escenario central se incluye una menor tasa de interés real neutral, como consecuencia de una revisión de la tasa de interés real neutral de los Estados Unidos. En el pronóstico del equipo técnico del Banco la tasa de interés neutral local corresponde a la suma de la prima de riesgo de largo plazo y la tasa de interés real neutral externa. Esta última se redujo como consecuencia de la estimación de una brecha de producto que se espera sea menos positiva en los Estados Unidos. Lo anterior, unido a menores tasas de interés reales observadas y esperadas, indica una tasa de interés neutral menor en ese país. De esta manera, para 2019 el equipo técnico estima una tasa de interés real neutral externa 24 pb menor que la planteada anteriormente (-0,2% actualmente frente a 0,04% en julio). Dado que se conserva el supuesto de prima de riesgo de largo plazo para Colombia, la tasa de interés real neutral local para 2019 (1,2%) sería menor que la contemplada en el ejercicio de pronóstico del informe anterior (1,4%). Ejercicios econométricos adicionales para Colombia confirman este resultado. Para 2020 y 2021 las tasas promedio de interés neutrales reales proyectadas son de 1,35% y 1,52%, respectivamente.

La senda de tasa de interés esperada por los analistas es ligeramente menos expansiva que la senda implícita en el escenario central del equipo técnico en el horizonte de pronóstico (Gráfico 2.29). De acuerdo con la encuesta de expectativas mensual realizada por el Banco de la República a mediados de octubre, la respuesta mediana de los analistas sugiere que la tasa de interés de política se mantendrá en 4,25% en 2019. Lo anterior es coherente con el pronóstico planteado en el escenario central del equipo técnico, caracterizado por la persistencia de una brecha de producto negativa, junto con tasas de inflación y expectativas de inflación superiores a la meta, pero que convergen al 3% a finales del próximo año. Para 2020 la respuesta mediana de los analistas encuestados anticipa un único incremento de 25 pb en la tasa de interés de política en el segundo trimestre de ese año. La postura de política monetaria del pronóstico macroeconómico del equipo técnico es algo más expansiva que la proyección de los analistas en ese año. El momento, la magnitud y la velocidad de la normalización de la política monetaria estarán determinados principalmente por: 1) la dinámica de la demanda interna y la velocidad con que se cierre la brecha de producto, y 2) la evolución de las condiciones financieras externas, su efecto sobre la tasa de cambio y de esta sobre los precios.

Gráfico 2.29

Tasa de interés de política promedio trimestral observada y tasa de interés de política esperada por los analistas



a/ Corresponde a la mediana de las proyecciones de los analistas. Estas proyecciones son calculadas tomando el promedio trimestral de las respuestas mensuales de la encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en octubre de 2019.
Fuente: Banco de la República.

03 / Situación económica actual

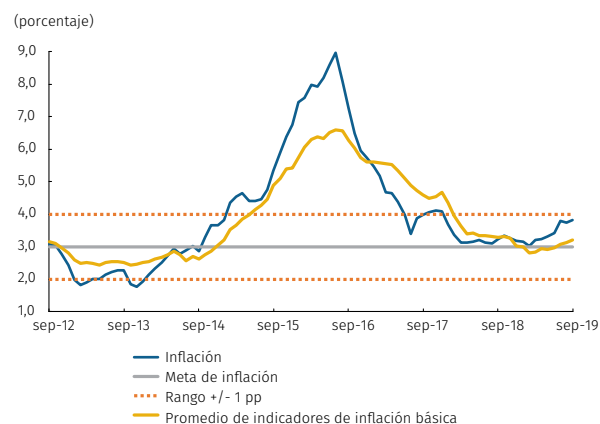
3.1 Comportamiento de la inflación y precios

La inflación total anual aumentó en el tercer trimestre, acorde con lo pronosticado, aunque el comportamiento de algunas subcanastas revela presiones alcistas no contempladas plenamente en el informe de julio. En los últimos tres meses la inflación al consumidor se mantuvo por encima de la meta establecida por la JDBR, situándose en septiembre en 3,82%, una cifra muy similar a la proyectada en el informe anterior y por encima del resultado del segundo trimestre (3,43%). La variación anual de las principales subcanastas aumentó en este período, con excepción de la de regulados. Factores de oferta asociados con el clima continuaron ejerciendo presiones alcistas sobre la inflación de una manera más intensa que la prevista. A ello se sumó la transmisión gradual de la depreciación acumulada a los precios internos, como viene sucediendo desde comienzos de año, aunque en estos últimos meses su impacto sobre los precios de los alimentos habría sido mayor que lo proyectado. Estas presiones fueron compensadas, en parte, por aumentos en los regulados menores que los anticipados.

La inflación básica, medida con el IPC sin alimentos ni regulados, también aumentó, pero en una magnitud algo mayor que la prevista. El registro de septiembre fue del 2,87%, 33 puntos base (pb) mayor que el dato de junio. Dicho indicador continuó convergiendo gradualmente hacia la meta de la mano de una transmisión lenta de la depreciación acumulada a los precios internos. No obstante, en los últimos meses la tendencia ascendente fue algo mayor que la proyectada, lo cual se atribuye a aumentos puntuales no anticipados en algunos rubros no transables (cambio metodológico en educación), que no parecen obedecer a factores de demanda. Los indicadores restantes de la inflación básica también aumentaron y superan el 3,0% desde hace algunos meses. En septiembre, el promedio de los cuatro indicadores se situó en 3,22%, 26 pb más que el registro de junio (Gráfico 3.1).

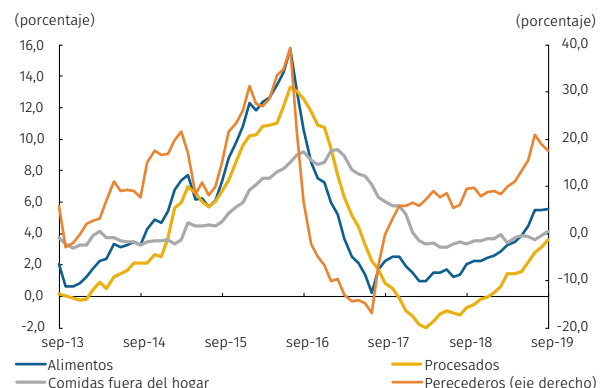
Unas condiciones climáticas adversas, incluso después de finalizado el fenómeno de El Niño, junto con la depreciación acumulada del peso, generaron presiones alcistas sobre los precios de los alimentos. A septiembre, la variación anual del IPC de alimentos se situó en 5,58%, un resultado mayor que el esperado. Así, se completa cerca de un año de alzas en este indicador que obedecen, además del ciclo normal de estos precios, a aumentos en los impuestos indirectos a las gaseosas, a la transmisión de la depreciación del peso y a un fenómeno de El Niño débil que se hizo presente desde finales del año pasado y hasta mediados del año en curso. Esto último reforzó las alzas usuales en los precios de los alimentos perecederos que se derivan del ciclo agrícola, generando incrementos anuales en este segmento del IPC del 17,5% a septiembre (Gráfico 3.2). Adicionalmente, en los últimos meses habrían

Gráfico 3.1
Índice de precios al consumidor (IPC) total y básica (variación anual)



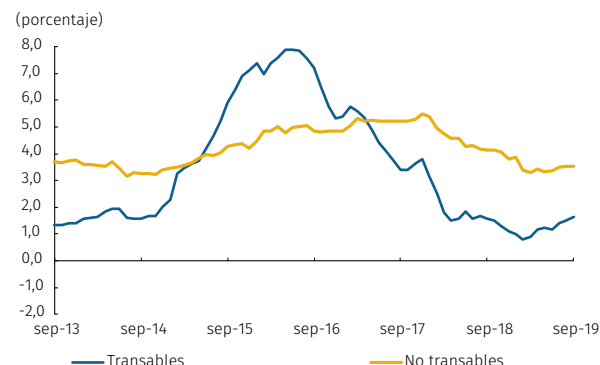
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 3.2
IPC de alimentos por grupos (variación anual)



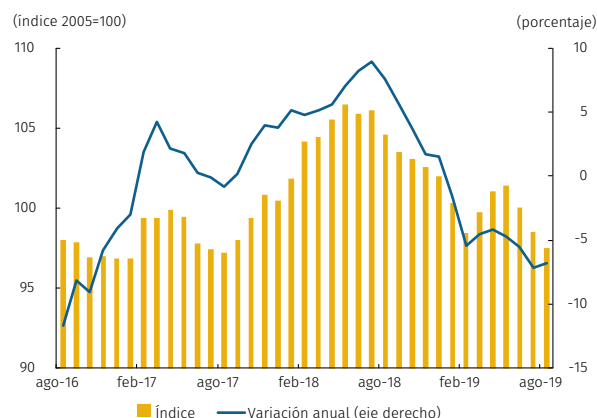
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.3
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



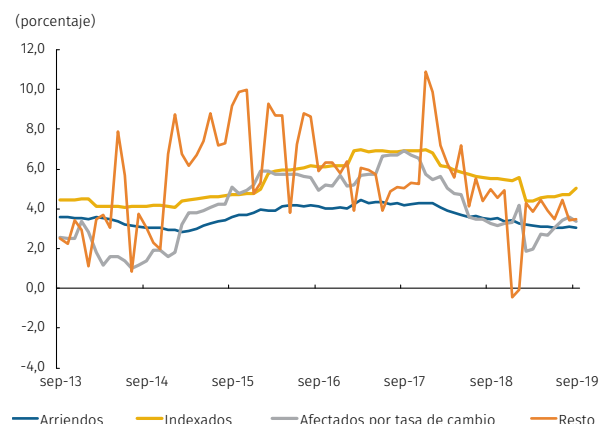
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.4
Índice de precios de las importaciones totales



Fuentes: Estadísticas aduaneras DIAN - DANE; cálculos del Banco de la República. Para mayor detalle de la metodología de cálculo, ver Garavito, A., López, D.C., Montes, E (2011). "Aproximación a los índices de valor unitario y quantum del comercio exterior colombiano", Borradores de Economía, Banco de la República, 680.

Gráfico 3.5
IPC de no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

continuado presentándose condiciones climáticas adversas, debido a niveles relativamente bajos de pluviosidad, que pueden estar retrasando siembras o afectando la productividad, e impidiendo que los precios de los alimentos perecederos retornen a niveles normales con la rapidez esperada.

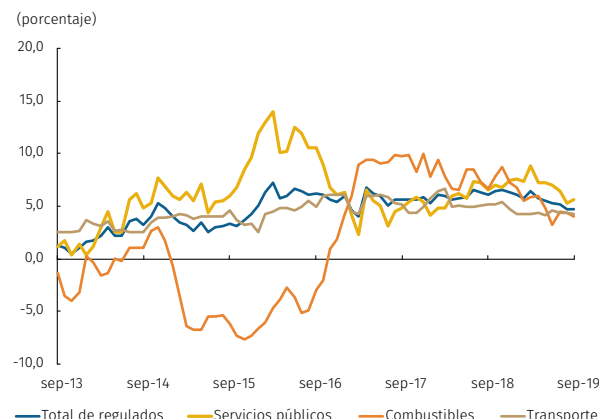
La depreciación acumulada del peso afectó el precio de los alimentos procesados más de lo previsto. En septiembre la variación anual de esta subcanasta fue del 3,57%, y aumentó de manera significativa frente a junio y trimestres anteriores (Gráfica 3.2). Asimismo, el impuesto plurifásico de la Ley de Financiamiento indujo un ajuste en el precio de las gaseosas que superó el 5,0% en lo corrido del año.

La variación anual del IPC de transables (sin alimentos ni regulados) continuó aumentando en el tercer trimestre en línea con lo previsto y de la mano de la depreciación acumulada. En septiembre esta variable se situó en 1,65% (Gráfico 3.3). Un amplio conjunto de bienes, en su mayor parte de origen importado, han reportado una tasa creciente de ajuste en sus precios desde los bajos niveles observados a comienzos de año, algo que guarda relación con el comportamiento del tipo de cambio desde mediados del año pasado. No obstante, dichos ajustes siguen siendo moderados en relación con la magnitud de la depreciación acumulada, y esto puede obedecer a que en el mismo período se han observado caídas en los precios externos en dólares. De acuerdo con estimaciones del Banco de la República, en lo corrido del año se han presentado reducciones en los precios internacionales de los bienes importados por el país, las cuales se acentuaron en los últimos meses, al ser del orden del 7,0% anual (Gráfico 3.4). Estas caídas estarían amortiguando las presiones alcistas ocasionadas por la depreciación del peso. A ello se sumó la reversión parcial, en el tercer trimestre, de la norma que aumentó la base gravable para el cobro del impuesto *ad valorem*, la cual generó alzas de consideración en estos rubros a comienzos de año.

El dinamismo de la demanda no generó presiones de importancia sobre los precios al consumidor en los últimos tres meses, según se desprende del comportamiento del IPC de no transables, sin alimentos ni regulados. La variación anual de esta canasta se situó en 3,53% en septiembre, aumentando un poco frente al registro de junio y marzo, pero significativamente por debajo de los ajustes observados el año anterior (Gráfico 3.3). Los aumentos observados en este indicador en los últimos dos trimestres tienen su explicación en la depreciación del peso y en ajustes puntuales de algunos precios (educación), los cuales no deberán repetirse. Por el contrario, los arriendos, el ítem más importante de esta subcanasta, se mantuvo en niveles cercanos a la meta de inflación, con una leve tendencia bajista y sin ejercer presiones inflacionarias durante el tercer trimestre (Gráfico 3.5).

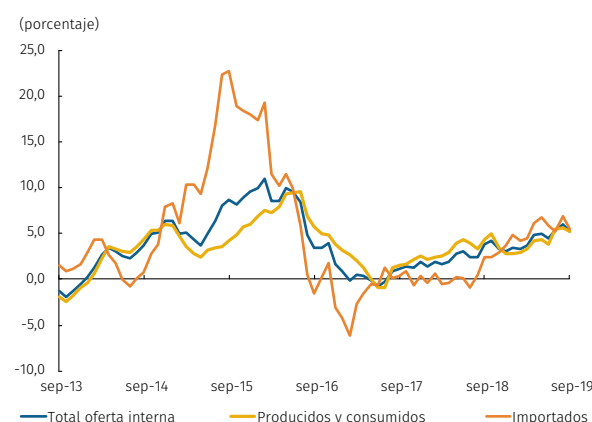
El ajuste anual del IPC de regulados sorprendió a la baja y compensó las presiones alcistas que se observaron en las otras subcanastas del IPC total. La variación anual de regulados (que cerró en septiembre en 4,74%) presenta una tendencia decreciente desde marzo (Gráfico 3.6). Los resultados de

Gráfico 3.6
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



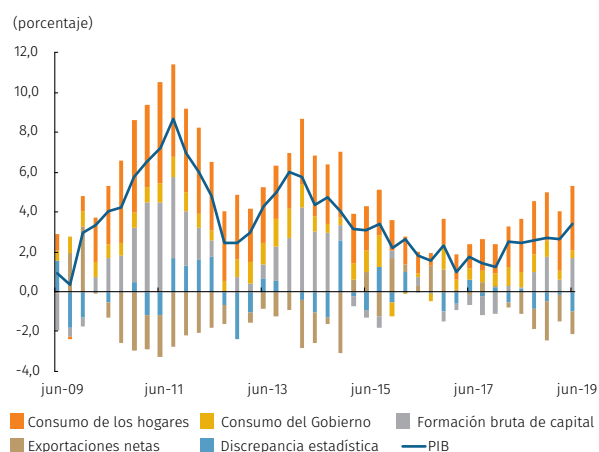
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.7
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

Gráfico 3.8
PIB trimestral^{a/}
(variaciones anuales y contribuciones por el lado del gasto)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

los últimos meses han sido menores a lo esperado debido al comportamiento de los servicios públicos y, en particular, al de las tarifas de energía eléctrica, las cuales no han presentado los reajustes proyectados en los informes anteriores: a septiembre, este servicio público había acumulado un incremento de tan solo 2,47%. Los aumentos por cuenta de los efectos del reciente fenómeno de El Niño, del rescate financiero de Electricaribe y de las mayores necesidades de inversión, ente otros, a la fecha no se ven reflejados en los precios. A ello puede haber contribuido las mayores importaciones de electricidad provenientes de Ecuador. Los menores precios internacionales de los combustibles este año, frente a 2018, también han impulsado pocos aumentos en los precios internos, amortiguando las presiones por cuenta de la depreciación del peso.

La inflación al consumidor continuó enfrentando presiones alcistas provenientes de los costos no laborales, las cuales tienen su origen principalmente en factores de oferta en el sector agropecuario y en la depreciación acumulada del peso. La variación anual del índice de precios al productor (IPP) total de oferta interna presenta una tendencia creciente desde hace más de un año, la cual continuó en el tercer trimestre. En septiembre este indicador se situó en 5,28%, frente a un registro de 4,43% en junio (Gráfico 3.7). Las mayores alzas en la variación del IPP se han concentrado en los precios de los productos del sector agropecuario, cuyo ajuste anual en septiembre se situó levemente por debajo del 13,0%, y en segundo lugar en el IPP importado. Los precios de estas canastas han sido afectados por eventos climáticos, cierres viales, alzas en impuestos indirectos y por la depreciación del tipo de cambio.

3.2. Crecimiento y demanda interna

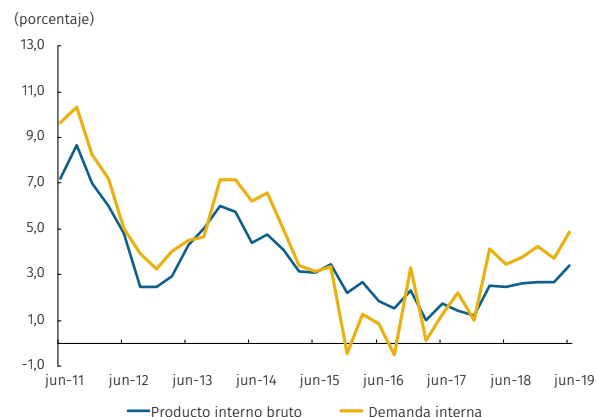
3.2.1 El PIB por el lado del gasto

En el segundo trimestre de 2019 la economía colombiana se aceleró y creció más que lo previsto por el equipo técnico. Según las cifras corregidas por estacionalidad y por efecto calendario publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en dicho período el PIB registró una expansión anual del 3,4%, superior al 2,9% proyectado en el último *Informe sobre Inflación*, y al 2,7%¹² del primer trimestre (Gráfico 3.8). En términos de crecimiento trimestral, la expansión fue del 1,4%, la cual también se aceleró frente al primer trimestre (0,8%). En su serie original el PIB registró un crecimiento del 3,0% (frente al 3,1% del primer trimestre de 2019).

Los resultados por el lado del gasto muestran una aceleración de la demanda interna en el segundo trimestre. La serie desestacionalizada de este agregado registró un crecimiento del 4,9% en el segundo trimestre de 2019, cifra superior al 3,7% observado en el primer trimestre y al 3,9% observado en todo 2018 (Gráfico 3.9). El dinamismo registrado en el consumo de

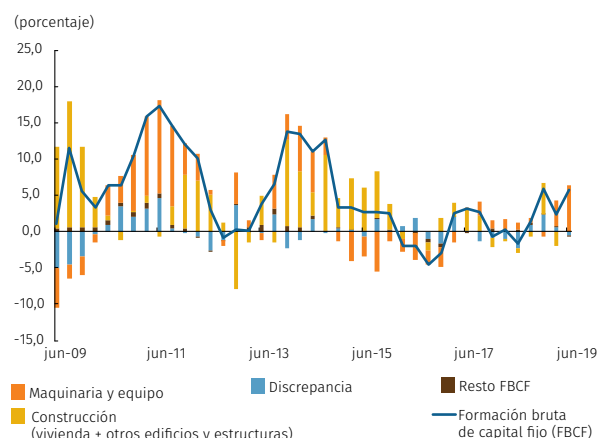
12 La cifra del crecimiento anual del PIB del primer trimestre fue revisada por el DANE en su más reciente publicación, del 2,3% al 2,7%.

Gráfico 3.9
PIB y demanda interna trimestral^{a/}
(variación anual)



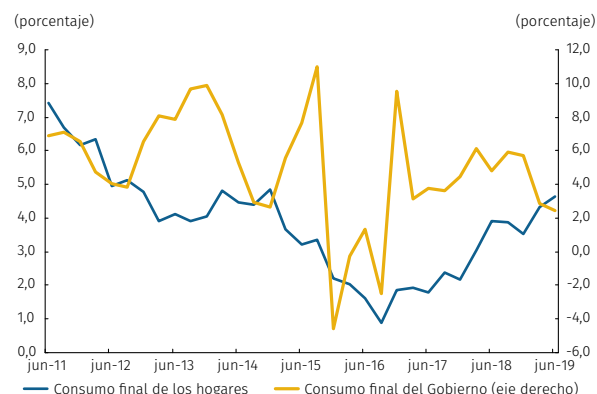
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.
 Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.10
Formación bruta de capital fijo trimestral^{a/}
(variación anual y contribución de sus componentes)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.
 Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.11
Gasto de consumo final de los hogares y gasto de consumo final del Gobierno General trimestral^{a/}
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.
 Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

los hogares y en la inversión en maquinaria y equipo constituyen las principales contribuciones a la expansión de la demanda interna en este período.

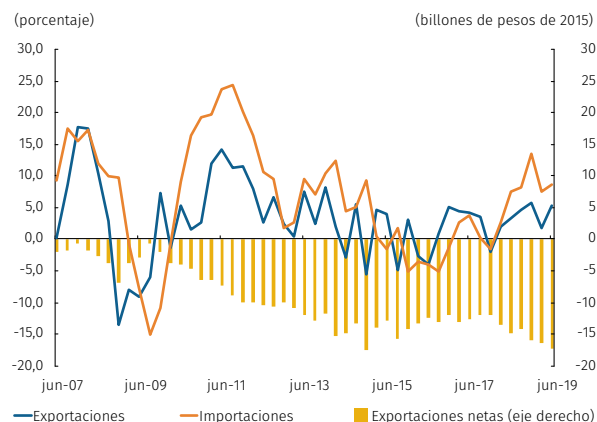
La formación bruta de capital fijo se aceleró por cuenta de la inversión en maquinaria y equipo y en otros edificios y estructuras (Gráfico 3.10). En el primer caso, la serie desestacionalizada creció anualmente al 20,6% y reportó el nivel más alto desde 2005. Este comportamiento es consistente con lo que se ha venido observando en las importaciones de este tipo de bienes, en particular con aquellas relacionadas con equipo de transporte. A su vez, la inversión en otros edificios y estructuras se expandió a una tasa anual del 5,0%, con lo cual se comenzó a revertir el choque negativo observado a comienzos de año. Algo similar, aunque en menor intensidad, se observó en la inversión en vivienda. Sin embargo, en este último caso las tasas de crecimiento siguieron siendo negativas (-8,7%), aunque menos que en el primer trimestre (-11,5%).

El consumo privado continúa creciendo a tasas superiores a la del PIB, mientras que el consumo público sigue mostrando poco dinamismo (Gráfico 3.11). Por segundo trimestre consecutivo, el consumo de los hogares registró un crecimiento anual por encima del 4%, desempeño que no se observaba desde 2014. Si bien el crecimiento del consumo de servicios tuvo la mayor contribución a la expansión del consumo de los hogares, todos sus componentes registraron un dinamismo importante. Se destaca, además, el desempeño del consumo de bienes durables, que se aceleró notablemente en el segundo trimestre, al crecer 8,3% en términos anuales comparado con la expansión del 1,8% en los primeros tres meses del año y en línea con el comportamiento de las importaciones de este tipo. Todo ello sucedió en un contexto donde continuaron las amplias condiciones del crédito, a tasas de interés relativamente bajas. De hecho, en el segundo trimestre la cartera de consumo creció un 11,1% anual en términos nominales. Al deflactarla por el IPC sin alimentos, la cartera de consumo real creció a una tasa anual del 7,5% en el segundo trimestre. Por su parte, el consumo público continuó mostrando poco dinamismo, al crecer un 2,5% anual, similar al 2,8% del primer trimestre, y bastante por debajo de la expansión del 5,6% registrada en 2018.

Las exportaciones registraron un crecimiento trimestral significativo y se aceleraron en términos anuales. El crecimiento anual de este rubro del PIB en la serie desestacionalizada fue del 5,2% durante el segundo trimestre, cifra que contrastó con el poco dinamismo registrado a comienzos del año (Gráfico 3.11). De acuerdo con dichas cifras, las exportaciones registraron una importante expansión entre trimestres (correspondiente a una cifra anualizada del 15,2%), aunque se supone que esta sea, en buena parte, transitoria. Las principales contribuciones al crecimiento de las exportaciones durante el segundo trimestre provinieron de las ventas externas de petróleo crudo y refinados.

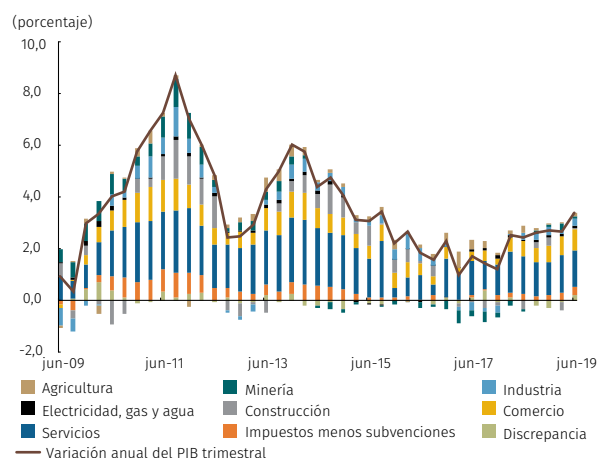
Las importaciones mantuvieron un ritmo de expansión importante, afín con el dinamismo de la demanda interna. En particular, en el periodo abril-junio su crecimiento anual fue del 8,7%. Este comportamiento, consistente con el de la demanda

Gráfico 3.12
Exportaciones, importaciones y balanza comercial^{a/}
(variación anual y billones de pesos de 2015)



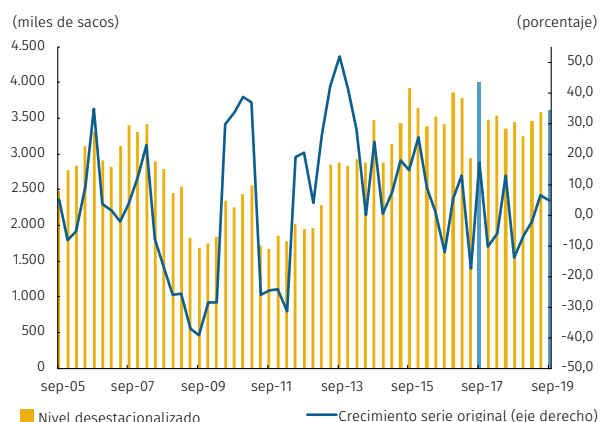
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.13
Contribución por componentes de oferta^{a/}
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.14
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros; cálculos del Banco de la República.

interna intensiva en bienes provenientes del exterior, se explicó principalmente por la dinámica de las compras de equipo de transporte durante el segundo trimestre. Así, las exportaciones netas continuaron restando al crecimiento (Gráfico 3.12).

3.2.2 El PIB por el lado de la oferta e indicadores sectoriales

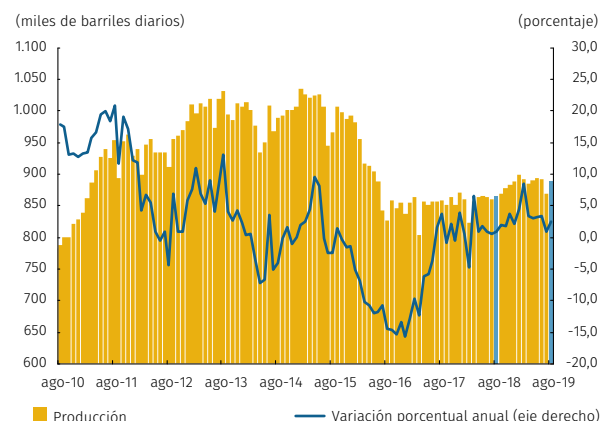
Durante el segundo trimestre todos los grandes sectores registraron expansiones anuales, destacándose las actividades financieras y de seguros (5,7%), y las de comercio, reparación, transporte y alojamiento (4,8%). Este último sector continuó siendo el que más aportó al crecimiento (Gráfico 3.13), contribuyendo en este trimestre con cerca de una cuarta parte de la expansión anual total de la economía. De acuerdo con las cifras de la Encuesta mensual de comercio al por menor, en el bimestre julio-agosto las ventas reales del comercio minorista sin combustibles crecieron 8,4% en su serie desestacionalizada, lo que indica que este sector deberá mantenerse como uno de los principales motores de la dinámica económica en el tercer trimestre.

La administración pública y defensa, educación y salud también presentó un desempeño favorable, especialmente por las actividades de atención en salud y servicios sociales. El grupo creció anualmente un 3,0%, constituyéndose en el segundo sector que más contribuyó a la expansión anual del segundo trimestre. Cerca de la mitad de la expansión del total del grupo la explican las actividades de atención de la salud humana y de servicios sociales, la cual registró un crecimiento anual del 6,2%, cifra que es muy similar a la del primer trimestre, aunque superior a la de 2018 (5,3%).

En este mismo período el crecimiento del sector agropecuario se aceleró, aunque se mantiene con una menor dinámica que la del promedio de los últimos años. La variación anual del sector fue de 2,0%, la cual se debió, especialmente, a la expansión del renglón de cultivos. Se destaca el crecimiento de la producción de café (6,6%), mientras que el valor agregado de la ganadería se mantuvo prácticamente inalterado en niveles similares a los que registra desde la primera mitad del año pasado. La producción de café siguió creciendo en el tercer trimestre (4,9%), recuperándose del choque asociado con factores climáticos de la segunda mitad del año pasado (Gráfico 3.14).

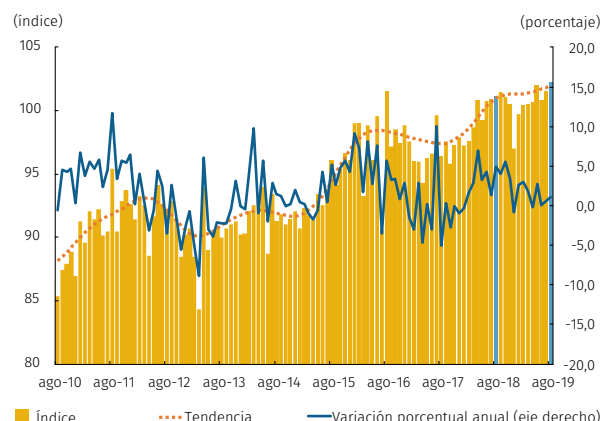
La minería registró un crecimiento en términos anuales, pero se contrajo en variaciones trimestrales. Esto como consecuencia, principalmente, de un menor valor agregado de la extracción de carbón, lo que se relaciona con una menor demanda mundial por este mineral y factores adversos en los procesos de exploración y explotación. La extracción de petróleo crudo y gas natural se mantuvo en terreno positivo tanto en variaciones anuales como trimestrales, aunque podría perder algún dinamismo en el tercer trimestre, dados los recortes de oferta que se presentaron en julio, asociados con problemas de orden público: en el bimestre julio-agosto la producción promedio disminuyó en el margen y registró un crecimiento anual inferior al del segundo trimestre (Gráfico 3.15).

Gráfico 3.15
Producción de petróleo
(mensual y crecimiento anual)



Fuente: ANH; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.16
Índice de producción industrial real
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.17
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

La industria manufacturera se aceleró en el segundo trimestre tanto anual como trimestralmente. Este sector registró un crecimiento anual del 2,1% y una mejora en términos trimestrales. En particular, el renglón de fabricación de vehículos automotores, remolques y semirremolques, con un crecimiento del 18,8%, tuvo un aporte importante a la expansión anual de esta rama durante el segundo trimestre. A su vez, la refinación de petróleo continuó registrando una variación anual negativa (-1,2%), aunque menor que la presentada en el primer trimestre del año (-2,7%). Las cifras de producción industrial del bimestre julio-agosto, provenientes de la Encuesta mensual manufacturera del DANE (Gráfico 3.16), apuntan a que el crecimiento del valor agregado de esta rama continuaría con una dinámica similar en el tercer trimestre del año.

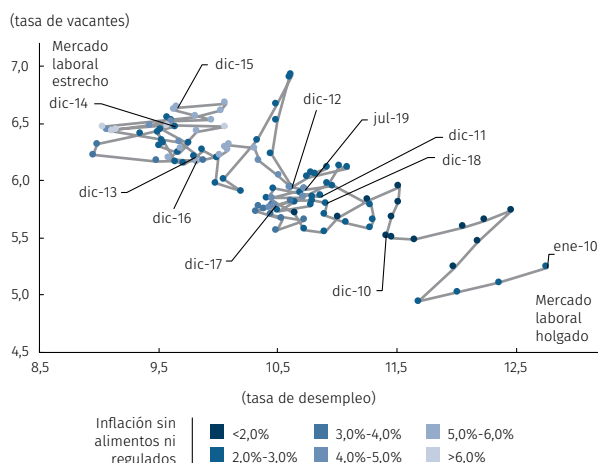
El valor agregado de la construcción registró una expansión anual positiva (0,7%), aunque modesta, explicada por el renglón de obras civiles. La construcción de obras civiles tuvo una recuperación en términos trimestrales y su variación anual fue relativamente alta (8,8%), debido, en buena medida, a una baja base de comparación el año pasado. Sin embargo, la construcción de edificaciones residenciales y no residenciales se mantiene en terreno negativo, lo cual obedece a un estancamiento en la construcción de vivienda de niveles de ingresos altos, de oficinas y de locales, principalmente. La construcción de vivienda de estratos medios y bajos seguiría expandiéndose. De hecho, el avance de los programas de vivienda de interés social (VIS) y la reducción de excesos de oferta en el segmento no VIS deberán empezar a surtir un efecto positivo en la construcción de vivienda durante la segunda mitad del año.

3.3 Mercado laboral

Las cifras más recientes de empleo muestran un mercado laboral que continúa débil, aunque con una tendencia hacia la estabilización, sobre todo en las áreas urbanas. Para el promedio del trimestre terminado en agosto de 2019, la tasa de desempleo (TD), tanto para el total nacional como para las trece áreas metropolitanas más importantes, se mantuvo en niveles relativamente altos y superiores a los observados un año atrás. Estos aumentos se explican por disminuciones mayores en la tasa de ocupación (TO) que en la tasa global de participación (TGP), lo que ha derivado en un incremento en el número de desocupados e inactivos. Pese a lo anterior, con series desestacionalizadas, la TD urbana, que aumentó a finales del año pasado, se ha mantenido estable en lo corrido del año, mientras que la TD nacional se deterioró ligeramente debido a la caída del empleo rural (Gráfico 3.17).

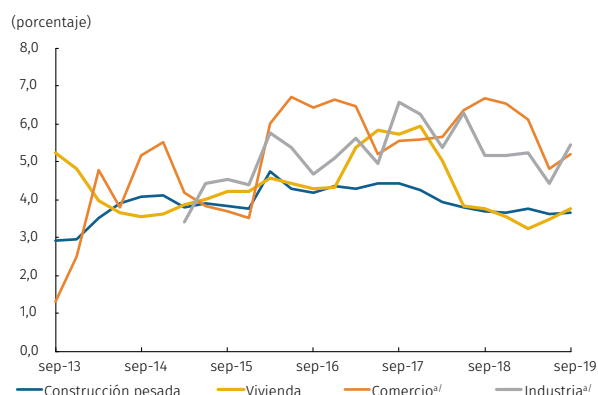
Las cifras de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del DANE sugieren que el empleo total a nivel nacional presenta una tendencia ligeramente decreciente desde comienzos de año, y que el empleo urbano se encuentra estancado en igual período. La caída en el número de ocupados en el agregado nacional se explica, en primer lugar, por el retroceso del empleo agropecuario, lo cual guarda relación con el mal desem-

Gráfico 3.18
Curva de Beveridge para las 7 ciudades principales



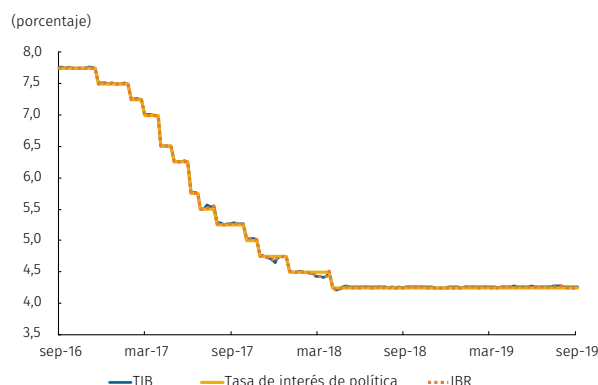
Notas: series desestacionalizadas. Trimestre móvil. Se usa la tasa de vacantes estimada por la metodología de contrataciones de la GEIH, véase Morales, L. F., & Lobo, J. (2017) y *Estimating Vacancies from Firms' Hiring behavior: The Case of a Developing Economy*. Borradores de Economía, núm 1017. Fuentes: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.19
Salarios nominales trimestrales
(variación porcentual anual)



a/ El promedio corresponde a los meses de julio y agosto. Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.20
Tasa de política, TIB e IBR^{a/}
(datos semanales)



a/ TIB: tasa interbancaria. IBR: Indicador Bancario de Referencia. Repo: tasa de política. Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

peño de esta variable en las zonas rurales. A ello se ha sumado también una caída, en menor proporción, del empleo manufacturero. Por el contrario, el empleo de las ramas de construcción y servicios ha mostrado aumentos en lo corrido del año. En el caso de la construcción, estos obedecen, sobre todo, al incremento en la ocupación del subsector de obras civiles, más que al de vivienda.

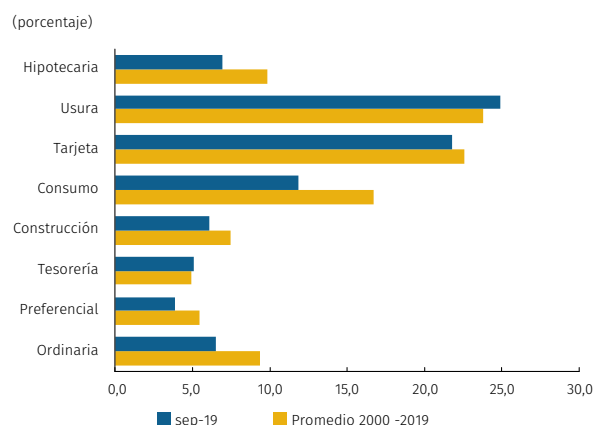
En los últimos meses, al igual que desde comienzos de año, no se observa un deterioro en la calidad del empleo. Las tasas de ocupación asalariada y formal se encuentran estables, mientras que las del no asalariado e informal presentan reducciones anuales. Al explorar por subcategorías, se encuentra que el empleo asalariado, tanto formal como informal, registra contribuciones positivas a la variación anual de la tasa de ocupación urbana, mientras que el empleo no asalariado informal presenta contribuciones negativas pronunciadas. Acorde con la reducción de la demanda del segmento no asalariado, sus ingresos laborales reales muestran reducciones que pueden estar siendo acentuadas por el flujo migratorio, mientras que los de los ocupados asalariados registran incrementos, explicados, principalmente, por el segmento asalariado sin educación superior, donde el ajuste del salario mínimo tiene gran incidencia.

La información disponible sugiere que el mercado laboral urbano continúa holgado, por lo que no constituye un frente de presiones inflacionarias. El indicador de estrechez del mercado laboral, definido como la razón entre vacantes sobre el número de desempleados, mostró una recuperación en el margen, aunque continúa en niveles relativamente bajos, sugiriendo un mercado laboral holgado. Al ubicar estos datos en la curva de Beveridge (Gráfico 3.18), en la que se relaciona la tasa de vacantes con la tasa de desempleo, se evidencia que el mercado laboral en lo corrido del año se sitúa en un punto en el que no debería generar presiones sobre la inflación. Esto es consistente con las reducciones, ya señaladas, de los ingresos laborales del segmento no asalariado. Adicionalmente, la información más reciente en materia de salarios nominales (Gráfico 3.19) sugiere que estos se han acelerado un poco. Algunos se han ajustado a tasas cercanas a la meta de inflación, tales como los salarios de la construcción, que se mantuvieron sin cambios de importancia y cerraron en el tercer trimestre, en promedio, en 3,7% para la vivienda y en 3,8% para la construcción pesada. Otros han registrado aumentos más altos como es el caso de los salarios del comercio pasaron de 4,8% en el segundo trimestre a 5,2% en el bimestre julio-agosto, y los de la industria de 4,4% a 5,4%.

3.4 Mercado monetario y financiero

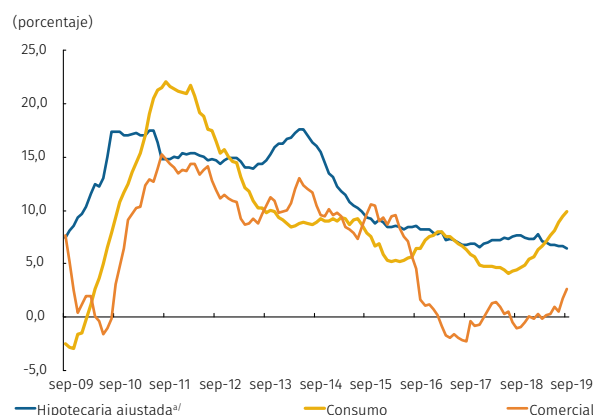
Las tasas de interés del mercado monetario se encuentran alineadas con la tasa de política (Gráfico 3.20). Durante el tercer trimestre, al igual que en lo corrido del año, la tasa interbancaria (TIB), el indicador bancario de referencia (IBR) *overnight* y el IBR a un mes se situaron en niveles cercanos a la tasa de política. Durante dicho período los dos primeros indicadores registraron promedios de 4,26%, mientras el que

Gráfico 3.21
Tasas de interés reales del crédito bancario en moneda nacional
(deflactado con IPC sin alimentos)



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

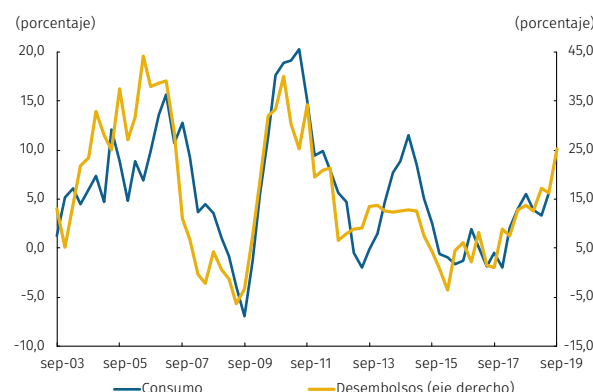
Gráfico 3.22
Cartera bruta real en moneda nacional
(deflactado con IPC sin alimentos)



a/ Hipotecaria ajustada: cartera bancaria más titularizaciones.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.23
Consumo semidurable y durable y desembolsos de crédito de consumo^{a/}
(variación real anual, datos trimestrales)



a/ Los desembolsos incluyen tarjeta de crédito. Los desembolsos son suavizados de orden 2.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

indicador a un mes se ubicó en promedio en 4,25%. Las tasas de interés IBR a tres y seis meses, que en los meses de junio y julio estuvieron por debajo de la tasa de política, se nivelaron con esta en agosto y septiembre. Así, el mercado monetario muestra condiciones favorables y no hay signos que alerten sobre incrementos en los costos de dichos recursos.

Las tasas de interés reales de crédito con destino al consumo descendieron desde junio y las tasas de compra de vivienda y comerciales continuaron en niveles bajos (Gráfico 3.21). A partir de junio el comportamiento de la tasa de interés nominal de los créditos de consumo y de las de tarjeta de crédito mantuvieron una tendencia decreciente, disminuyendo entre mayo y septiembre 160 y 37 pb, respectivamente. De esta manera, todas las tasas de interés a los hogares se ubican por debajo de sus promedios históricos. Las tasas de interés comerciales reales han permanecido bajas, aunque un poco mayores frente a los mínimos que se observaron durante el último trimestre de 2018.

El crédito bancario real se ha acelerado como resultado de la mayor dinámica del crédito de consumo y la recuperación de la cartera comercial en moneda nacional (Gráfico 3.22). En septiembre el crédito real a los hogares se aceleró y alcanzó una tasa de crecimiento anual del 8,8%. Este resultado se explica, principalmente, por la mayor dinámica del crédito de consumo, dirigido en mayor medida al gasto en bienes durables y semidurables (Gráfico 3.23). Por su parte, a partir de junio la cartera comercial real mostró señales de recuperación y su tasa de crecimiento a septiembre se situó en 2,6%. Al incluir otras fuentes de fondeo (emisión de bonos y endeudamiento externo directo) la tendencia resultante sugiere una recuperación de la demanda por recursos de financiamiento por parte de las empresas.

En la actualidad se presentan varias señales que apuntan hacia condiciones favorables de oferta de crédito en los próximos trimestres. Entre ellas se destacan las bajas tasas de interés, la estabilización de los indicadores de la calidad de los préstamos, los altos niveles de cubrimiento del riesgo de crédito y la solvencia del sistema bancario. Por otro lado, de acuerdo con las encuestas de la situación actual del crédito y la de expectativas económicas, se mantiene la percepción positiva de los agentes en cuanto a la disponibilidad de financiamiento, así como la disposición de los establecimientos para aumentar el crédito.

Anexo 1

Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros

En este anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2019 y 2020. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 23 de octubre de 2019.

1. Proyecciones para 2019

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 3,2%, lo cual significa un aumento respecto al crecimiento promedio esperado por los ana-

listas en el último Informe sobre Inflación (3,1%). De igual forma, las entidades extranjeras consultadas pronostican una expansión promedio del PIB de 3,2%, siendo superior a la registrada en el último Informe sobre Inflación (3,0%).

En cuanto a los precios, los analistas locales proyectan una inflación del 3,8% al finalizar el año, cifra mayor a la registrada en el último Informe sobre Inflación (3,5%). Por su parte, los extranjeros prevén una cifra de 3,5% al terminar el año. Ambas proyecciones se encuentran por encima de la meta de inflación del 3,0% fijada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio COP 3.347, cifra superior a los COP 3.187 expuestos en el último Informe sobre Inflación. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP 3.410 para el cierre de año.

Cuadro A1
Proyecciones para 2019

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en las trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores ^{a/}	3,4	3,9	3.450	4,5	2,6	10,7
ANIF ^{b/}	3,0	3,8	n.d.	4,6	2,0	11,1
Banco de Bogotá ^{a/}	3,0	3,8	3.300	4,5	2,4	10,5
Bancolombia ^{a/}	3,2	3,9	3.400	4,6	2,7	10,7
BBVA Colombia ^{a/}	3,0	3,8	3.388	4,4	2,4	11,1
BTG Pactual ^{a/}	3,0	3,8	3.320	4,5	3,0	10,9
Corficolombiana ^{a/}	3,2	3,6	3.275	4,5	2,4	n.d.
Corredores Davivienda ^{a/ c/}	3,2	3,9	3.350	4,6	2,4	10,3
Credicorp Capital ^{b/ d/}	3,3	3,7	3.400	4,5	2,0	11,5
Davivienda ^{a/}	3,2	3,9	3.350	4,6	2,4	10,3
Fedesarrollo	3,3	3,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Itaú ^{a/ e/}	3,0	3,8	3.400	4,4	2,6	10,3
Ultraserfinco ^{a/ f/}	3,3	3,9	3.180	4,4	2,4	10,4
Promedio	3,2	3,8	3.347	4,5	2,4	10,7
Analistas externos						
Citigroup	3,1	3,5	3.429	n.d.	n.d.	n.d.
Deutsche Bank	3,2	3,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Goldman Sachs	3,2	3,4	3.400	n.d.	n.d.	n.d.
JP Morgan	3,3	3,6	3.400	n.d.	n.d.	n.d.
Promedio	3,2	3,5	3.410	n.d.	n.d.	n.d.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ La proyección de déficit corresponde al del SPC.

c/ Antiguo Corredores Asociados.

d/ Antiguo Correval.

e/ Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

f/ Antiguo Ultrabursátiles.

n.d.: no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2020

	Crecimiento del PIB real	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
	(porcentaje)		
Analistas locales			
Alianza Valores	2,5	3,7	3.500
ANIF	3,3	3,6	n.d.
Banco de Bogotá	3,3	3,0	3.200
Bancolombia	3,3	3,5	3.280
BBVA Colombia	3,0	3,3	3.370
BGT Pactual	2,8	3,0	3.250
Corficolombiana	3,1	3,4	3.350
Corredores Davivienda ^{a/}	3,2	3,5	3.300
Credicorp Capital ^{b/}	3,2	3,2	3.150
Davivienda	3,2	3,5	3.300
Fedesarrollo	3,5	3,2	n.d.
Itaú ^{c/}	2,8	3,4	3.430
Ultraserfinco ^{d/}	3,5	3,8	3.050
Promedio	3,1	3,4	3.289
Analistas externos			
Citigroup	3,5	3,0	3.386
Deutsche Bank	3,5	3,5	n.d.
Goldman Sachs	3,5	3,0	n.d.
JP Morgan	3,0	3,4	n.d.
Promedio	3,4	3,2	3386

a/ Antiguo Corredores Asociados.

b/ Antiguo Correval.

c/ Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

d/ Antiguo Ultrabursátiles.

n.d.: no disponible

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,5%, adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,7%.

2. Proyecciones para 2020

Para 2020, los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 3,1%, mientras que los extranjeros predicen uno de 3,4%. Con respecto a la inflación, los analistas locales la proyectan para final de periodo en 3,4% y los extranjeros en 3,2%. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP 3.289.

Anexo 2

Principales variables macroeconómicas

		Años										
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Variables exógenas												
Externas ^{a/}												
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	4,8	5,0	4,0	3,6	2,8	2,1	1,6	2,6	2,5	1,5	1,7
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	80	111	112	109	99	54	45	55	72	63	59
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	1,0	1,8	2,2	1,6
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	135	131	119	113	101	184	212	129	114	103	118
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período	1,6	1,4	1,3	0,9	0,9	1,1	1,3	1,1	1,3	1,2	1,4
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual	4,5	4,6	4,5	4,3	4,0	3,4	2,8	2,5	2,7	2,9	3,0
Variables endógenas												
Precios												
IPC total	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,17	3,73	2,44	1,94	3,66	6,77	5,75	4,09	3,18	3,88	2,98
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,82	3,13	2,40	2,36	3,26	5,17	5,14	5,01	3,48	.	.
IPC inflación de transables	Porcentaje, var. anual, fin del período	-0,29	0,80	0,77	1,40	2,03	7,09	5,31	3,79	1,09	.	.
IPC de no transables	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,52	3,63	3,92	3,76	3,38	4,21	4,85	5,49	3,79	.	.
IPC regulados	Porcentaje, var. anual, fin del período	6,64	5,81	1,91	1,05	4,84	4,28	5,44	5,86	6,37	4,62	3,85
IPC alimentos ^{d/}	Porcentaje, var. anual, fin del período	4,09	5,27	2,52	0,86	4,69	10,85	7,22	1,92	2,43	5,55	2,60
IPC perecederos	Porcentaje, var. anual, fin del período	10,96	7,73	-3,90	-0,16	16,74	26,03	-6,63	5,84	8,88	.	.
IPC procesados	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,31	4,50	2,83	-0,24	2,54	9,62	10,74	-0,91	-0,08	.	.
IPC comidas fuera del hogar	Porcentaje, var. anual, fin del período	4,52	5,60	4,90	3,26	3,51	5,95	8,54	5,21	3,68	.	.
Indicadores de inflación básica												
IPC sin alimentos	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,82	3,13	2,40	2,36	3,26	5,17	5,14	5,01	3,48	.	.
IPC núcleo 20	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,17	3,92	3,23	2,72	3,42	5,22	6,18	4,87	3,23	.	.
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,65	3,18	3,02	2,19	2,76	5,93	6,03	4,02	2,76	.	.
IPC sin alimentos ni regulados ^{e/}	Porcentaje, var. anual, fin del período	1,80	2,38	2,55	2,74	2,81	5,42	5,05	4,76	2,64	3,06	2,92
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,61	3,15	2,80	2,50	3,06	5,43	5,60	4,66	3,03	.	.
TRM	Pesos por dólar, promedio del período	1.899	1.848	1.798	1.869	2.001	2.742	3.055	2.951	2.956	.	.
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período	-3,2	-1,6	-3,3	-1,0	-0,5	9,1	2,2	-1,8	-0,8	4,7	2,7
Actividad económica												
Producto interno bruto	Porcentaje, var. anual, daec	4,3	7,4	3,9	4,6	4,7	3,0	2,1	1,4	2,6	3,2	3,3
Gasto de consumo final	Porcentaje, var. anual, daec	5,2	6,6	5,2	4,8	4,6	3,4	1,6	2,4	4,0	.	.
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, var. anual, daec	5,1	6,6	5,3	4,0	4,6	3,1	1,6	2,1	3,6	.	.
Gasto de consumo final del Gobierno general	Porcentaje, var. anual, daec	5,2	6,5	4,8	8,9	4,7	4,9	1,8	3,8	5,6	.	.
Formación bruta de capital	Porcentaje, var. anual, daec	8,7	19,0	3,4	6,1	11,8	-1,2	-0,2	-3,2	3,5	.	.
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec	6,7	14,9	3,0	6,0	9,9	2,8	-2,9	1,9	1,5	.	.
Vivienda	Porcentaje, var. anual, daec	-11,2	4,4	-2,3	3,9	9,6	9,5	-0,2	-1,9	0,1	.	.
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, var. anual, daec	12,0	3,9	5,0	6,9	12,1	10,2	-0,0	4,6	1,5	.	.
Maquinaria y equipo	Porcentaje, var. anual, daec	12,0	30,3	5,4	5,5	8,3	-9,3	-7,9	1,4	2,1	.	.
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, var. anual, daec	12,4	7,5	-7,2	4,0	0,9	2,3	13,1	0,3	0,9	.	.
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, var. anual, daec	6,8	9,6	4,2	15,7	6,8	1,2	-12,0	2,5	4,5	.	.
Demanda interna	Porcentaje, var. anual, daec	5,9	9,2	4,8	5,1	6,2	2,4	1,2	1,2	3,9	.	.
Exportaciones	Porcentaje, var. anual, daec	2,1	12,3	4,9	4,7	-0,3	1,7	-0,2	2,5	3,9	.	.
Importaciones	Porcentaje, var. anual, daec	10,8	22,0	9,4	7,4	7,8	-1,1	-3,5	1,2	7,9	.	.
Brecha del producto	Porcentaje	-1,9	0,7	0,1	0,3	1,0	0,6	-0,1	-1,2	-1,3	-1,0	-0,7
Indicadores coyunturales												
Producción real de la industria	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	3,4	5,5	-0,3	-1,7	1,9	2,1	4,1	-0,7	3,1	.	.
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	13,5	10,5	3,0	4,0	9,2	2,9	1,6	-1,2	7,0	.	.
Producción de café	Porcentaje, var. anual producción acumulada del período	14,2	-12,5	-0,8	40,6	11,5	16,8	0,4	-0,3	-4,5	.	.
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, promedio del período	17,2	16,5	3,3	6,6	-1,8	1,7	-11,8	-3,4	1,4	.	.
Mercado laboral												
Total nacional												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	11,8	10,8	10,4	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	.	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	55,4	56,8	57,8	58,0	58,4	59,0	58,5	58,4	57,8	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	62,7	63,7	64,5	64,2	64,2	64,7	64,5	64,4	64,0	.	.
Trece ciudades y áreas metropolitanas												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	12,4	11,4	11,2	10,6	9,9	9,8	10,0	10,6	10,8	.	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	57,6	59,1	60,1	60,3	61,2	61,4	60,7	59,9	59,2	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	65,7	66,7	67,6	67,5	67,9	68,0	67,5	67,0	66,4	.	.
Balanza de pagos ^{f/g/}												
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-8.732	-9.803	-11.362	-12.501	-19.764	-18.564	-12.036	-10.241	-13.037	-14.425	-15.050
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-3,0	-2,9	-3,1	-3,3	-5,2	-6,3	-4,2	-3,3	-3,9	-4,5	-4,6
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-2.164	636	-1.187	-3.164	-11.863	-18.267	-12.705	-8.447	-8.908	-12.702	-14.871
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-11.228	-16.490	-15.008	-14.224	-12.523	-5.777	-5.229	-8.405	-11.772	-10.010	-9.011
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	4.659	5.051	4.833	4.887	4.622	5.430	5.898	6.611	7.643	8.287	8.832
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-9.332	-8.707	-11.553	-11.740	-19.292	-18.244	-12.273	-9.558	-12.640	.	.
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-3,3	-2,6	-3,1	-3,1	-5,1	-6,2	-4,3	-3,1	-3,8	.	.
A. Inversión extranjera (i + ii)	Millones de dólares	-94,7	-6.227	-15.646	-8.558	-12.270	-7.506	-9.330	-10.147	-6.413	.	.
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	6.430	14.647	15.040	16.210	16.169	11.724	13.848	13.837	11.535	.	.
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	5.483	8.420	-606	7.652	3.899	4.218	4.517	3.690	5.122	.	.
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	88	-6.171	-4.769	-7.438	-11.565	-9.166	-4.839	-1.617	1.297	.	.
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-11.615	-51	3.457	-2.690	106	-1.988	1.731	1.661	-8.710	.	.
D. Activos de reserva	Millones de dólares	3.142	3.742	5.406	6.946	4.437	415	165	545	1.187	.	.
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	-599	1.096	-190	761	472	320	-237	683	398	.	.
Tasas de interés												
Tasa de política	Porcentaje, promedio del período	3,2	4,0	5,0	3,4	3,9	4,7	7,1	6,1	4,4	.	.
Tasa de política esperada por analistas ^{h/}	Porcentaje, promedio del período	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,4
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período	3,2	4,1	5,0	3,4	3,8	4,7	7,1	6,1	4,3	.	.
Tasa de interés comercial ^{i/}	Porcentaje, promedio del período	7,6	9,0	10,3	8,7	8,7	9,4	12,8	11,1	9,3	.	.
Tasa de interés de consumo	Porcentaje, promedio del período	18,0	18,2	19,2	17,9	17,3	17,2	19,2	19,4	17,9	.	.
Tasa hipotecaria ^{j/}	Porcentaje, promedio del período	13,1	13,0	13,2	11,1	11,1	11,0	12,4	11,6	10,6	.	.

Notas: los valores en negrilla corresponden a una proyección o supuesto.

Daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

a/ Los datos trimestrales en negrilla corresponden a un supuesto construido con base en la proyección anual de cada variable.

b/ Se calcula con los primeros 21 socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por las exportaciones no tradicionales de Colombia en dólares.

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

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

e/ Cálculos del Banco de la República con clasificaciones provisionales.

f/ Los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del manual de balanza de pagos propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

g/ Los resultados para 2017 y 2018 son preliminares.

h/ Corresponde a la mediana de las proyecciones de los analistas. Estas proyecciones son calculadas tomando el promedio trimestral de las respuestas mensuales de la Encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en octubre de 2019.

i/ Promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos ordinarios, de tesorería y preferenciales.

j/ La tasa corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de los desembolsos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIS.

Anexo 2 (continuación)
Principales variables macroeconómicas

		2016			
		T1	T2	T3	T4
Variables exógenas					
Externas ^{a/}					
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, var. trimestral anualizada, corregido por estacionalidad	1,6	1,9	1,9	2,8
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	35	47	47	51
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período	0,36	0,37	0,40	0,45
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	266	225	179	180
Internas					
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período	-	-	-	-
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual	-	-	-	-
Variables endógenas					
Precios					
IPC total	Porcentaje, var. anual, fin del período	7,98	8,60	7,27	5,75
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, var. anual, fin del período	6,20	6,31	5,92	5,14
IPC inflación de transables	Porcentaje, var. anual, fin del período	7,38	7,90	7,20	5,31
IPC no transables	Porcentaje, var. anual, fin del período	4,83	4,97	4,85	4,85
IPC regulados	Porcentaje, var. anual, fin del período	7,24	6,71	6,19	5,44
IPC Alimentos ^{d/}	Porcentaje, var. anual, fin del período	12,35	14,28	10,61	7,22
IPC perecederos	Porcentaje, var. anual, fin del período	27,09	34,94	6,66	-6,63
IPC procesados	Porcentaje, var. anual, fin del período	10,83	12,09	12,56	10,74
IPC comidas fuera del hogar	Porcentaje, var. anual, fin del período	7,53	8,11	9,18	8,54
Indicadores de inflación básica					
IPC Sin alimentos	Porcentaje, var. anual, fin del período	6,20	6,31	5,92	5,14
IPC Núcleo 20	Porcentaje, var. anual, fin del período	6,48	6,82	6,73	6,18
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	Porcentaje, var. anual, fin del período	6,57	6,77	6,65	6,03
IPC sin alimentos ni regulados ^{e/}	Porcentaje, var. anual, fin del período	5,91	6,20	5,84	5,05
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, var. anual, fin del período	6,29	6,52	6,29	5,60
TRM	Pesos por dólar, promedio del período	3.262	2.993	2.950	3.016
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período	10,7	-0,0	-2,0	0,3
Actividad económica					
Producto interno bruto	Porcentaje, var. anual, daec	2,7	1,8	1,6	2,3
Gasto de consumo final	Porcentaje, var. anual, daec	1,6	1,3	0,4	3,2
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, var. anual, daec	2,0	1,6	0,9	1,9
Gasto de consumo final del Gobierno general	Porcentaje, var. anual, daec	-0,3	1,3	-2,5	9,5
Formación bruta de capital	Porcentaje, var. anual, daec	-0,2	1,7	-0,0	-2,1
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec	-2,0	-2,0	-4,6	-3,0
Vivienda	Porcentaje, var. anual, daec	-8,8	-0,1	-1,1	10,1
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, var. anual, daec	3,4	-0,2	-2,4	-0,7
Maquinaria y equipo	Porcentaje, var. anual, daec	-5,2	-11,0	-6,5	-8,6
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, var. anual, daec	10,2	21,0	14,1	7,5
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, var. anual, daec	-6,8	-11,8	-14,8	-14,4
Demanda interna	Porcentaje, var. anual, daec	1,3	0,9	-0,5	3,3
Exportaciones	Porcentaje, var. anual, daec	-2,6	-4,1	0,9	5,1
Importaciones	Porcentaje, var. anual, daec	-3,5	-4,0	-5,1	-1,4
Brecha del producto	Porcentaje	-	-	-	-
Indicadores coyunturales					
Producción real de la industria	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	6,0	6,2	1,8	2,3
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	2,4	1,6	-1,3	3,8
Producción de café	Porcentaje, var. anual producción acumulada del período	8,9	1,1	-12,2	5,4
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, promedio del período	-7,4	-11,5	-13,3	-14,8
Mercado laboral					
Total nacional					
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	9,4	9,1	9,2	9,1
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	58,7	58,4	58,4	58,6
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	64,8	64,3	64,3	64,5
Trece ciudades y áreas metropolitanas					
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	10,2	9,5	10,1	10,2
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	61,3	60,7	60,3	60,6
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	68,2	67,1	67,1	67,5
Balanza de pagos ^{f/}					
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-3.439	-2.590	-3.466	-2.541
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-5,5	-3,8	-4,7	-3,2
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-3.792	-2.757	-3.367	-2.789
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-1.018	-1.270	-1.509	-1.432
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	1.371	1.437	1.410	1.679
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-3.620	-3.154	-3.423	-2.077
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-5,8	-4,6	-4,6	-2,7
A. Inversión extranjera (i + ii)	Millones de dólares	-3.672	-2.726	-1.579	-1.353
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	4.684	3.638	2.256	3.269
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	1.012	913	677	1.916
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	-856	-1.625	-975	-1.384
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	810	1.352	-954	524
D. Activos de reserva	Millones de dólares	98	-155	85	136
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	-181	-564	43	465
Tasas de interés					
Tasa de política	Porcentaje, promedio del período	6,05	6,94	7,67	7,72
Tasa de política esperada por analistas ^{h/}	Porcentaje, promedio del período	-	-	-	-
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período	6,1	6,9	7,7	7,7
Tasa de interés comercial ^{i/}	Porcentaje, promedio del período	11,7	13,0	13,4	13,2
Tasa de interés de consumo	Porcentaje, promedio del período	18,5	19,0	19,5	19,6
Tasa hipotecaria ^{i/}	Porcentaje, promedio del período	11,8	12,4	12,7	12,7

2017				2018				2019				2020				2021		
T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
2,4	2,9	3,2	3,0	2,4	2,5	1,3	2,3	-0,0	1,9	2,1	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9
55	51	52	62	67	75	76	68	64	69	62	59	59	59	59	59	59	59	59
0,70	0,95	1,15	1,20	1,45	1,74	1,92	2,22	2,40	2,40	2,19	1,71	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63
144	130	127	113	99	113	110	132	121	104	90	97	106	114	124	128	131	135	139
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4,69	3,99	3,97	4,09	3,14	3,20	3,23	3,18	3,21	3,43	3,82	3,88	3,69	3,54	3,12	2,98	3,11	2,91	2,84
5,13	5,12	4,71	5,01	4,05	3,81	3,71	3,48	3,26	3,15	3,28	-	-	-	-	-	-	-	-
5,59	4,41	3,41	3,79	1,80	1,83	1,57	1,09	0,90	1,17	1,65	-	-	-	-	-	-	-	-
5,33	5,21	5,21	5,49	4,76	4,27	4,13	3,79	3,29	3,36	3,53	-	-	-	-	-	-	-	-
4,05	6,01	5,68	5,86	6,01	5,82	6,03	6,37	6,42	5,33	4,74	4,62	4,28	4,36	4,30	3,85	3,69	3,63	3,60
3,65	1,37	2,22	1,92	0,98	1,74	2,05	2,43	3,26	4,46	5,58	5,55	4,65	4,00	2,90	2,60	2,96	2,34	2,21
-13,09	-14,72	-0,32	5,84	7,13	8,47	9,51	8,88	9,98	15,46	17,50	-	-	-	-	-	-	-	-
6,28	3,29	0,84	-0,91	-2,01	-0,91	-0,72	-0,08	1,43	2,18	3,57	-	-	-	-	-	-	-	-
8,94	7,62	6,01	5,21	3,32	3,13	3,32	3,68	3,43	3,80	4,12	-	-	-	-	-	-	-	-
5,13	5,12	4,71	5,01	4,05	3,81	3,71	3,48	3,26	3,15	3,28	-	-	-	-	-	-	-	-
6,01	5,31	4,87	4,87	4,04	3,58	3,56	3,23	3,09	3,28	3,51	-	-	-	-	-	-	-	-
5,61	5,07	4,31	4,02	2,99	2,71	2,81	2,76	2,57	2,87	3,21	-	-	-	-	-	-	-	-
5,44	4,87	4,44	4,76	3,49	3,23	3,04	2,64	2,38	2,54	2,87	3,06	3,17	3,15	2,94	2,92	3,03	2,96	2,90
5,55	5,09	4,58	4,66	3,64	3,33	3,28	3,03	2,82	2,96	3,22	-	-	-	-	-	-	-	-
2,923	2,919	2,977	2,987	2,860	2,841	2,961	3,164	3,134	3,241	3,340	-	-	-	-	-	-	-	-
-3,1	-3,2	-0,7	-0,1	-3,5	-3,7	-0,5	4,6	2,3	3,8	5,1	7,4	6,8	1,9	0,9	1,1	0,2	0,0	-0,0
1,0	1,7	1,4	1,2	2,5	2,4	2,6	2,7	2,7	3,4	3,2	3,5	3,6	3,0	3,3	3,3	3,2	3,3	3,4
2,2	2,2	2,6	2,4	3,6	3,9	4,2	4,1	4,2	4,5	4,3	-	-	-	-	-	-	-	-
1,9	1,8	2,4	2,2	3,0	3,9	3,9	3,5	4,3	4,6	4,7	-	-	-	-	-	-	-	-
3,2	3,8	3,6	4,4	6,1	4,8	5,9	5,7	2,8	2,5	2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
-1,4	-2,4	-4,2	-4,7	1,4	0,3	4,6	8,0	2,7	7,8	5,2	-	-	-	-	-	-	-	-
2,5	3,2	2,7	-0,7	0,3	-1,6	1,4	6,0	2,4	5,8	6,0	-	-	-	-	-	-	-	-
4,7	4,0	-1,8	-13,4	-0,8	0,3	-1,6	2,5	-11,5	-8,7	-1,7	-	-	-	-	-	-	-	-
2,3	4,8	6,4	5,0	-0,5	-1,6	-0,6	8,9	1,8	5,0	6,0	-	-	-	-	-	-	-	-
-4,8	1,2	6,3	3,6	5,4	3,4	2,1	-2,3	11,7	20,6	13,8	-	-	-	-	-	-	-	-
8,4	-10,5	-4,2	8,6	-2,7	2,0	7,6	-2,6	-1,1	-4,0	-11,7	-	-	-	-	-	-	-	-
-2,7	2,4	5,2	5,4	4,0	5,3	4,9	3,8	3,2	1,0	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-
0,1	1,3	2,2	1,0	4,1	3,4	3,8	4,2	3,7	4,9	4,5	-	-	-	-	-	-	-	-
4,5	4,2	3,5	-1,9	2,0	3,4	4,7	5,7	1,8	5,2	1,9	-	-	-	-	-	-	-	-
2,6	3,7	0,2	-1,5	2,7	7,5	8,2	13,5	7,5	8,7	8,4	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-0,6	-2,5	1,5	-1,3	1,4	4,8	3,4	2,6	2,5	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-1,7	-0,7	0,2	-2,5	6,0	6,1	6,7	9,0	5,5	8,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
13,0	-17,2	17,1	-10,1	-5,8	13,1	-13,8	-6,6	-1,9	6,6	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-
-11,6	-5,2	1,5	1,9	0,8	1,2	1,1	2,6	5,4	3,2	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-
9,4	9,2	9,5	9,5	9,4	9,6	9,6	10,1	10,5	10,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
58,5	58,8	58,2	57,9	57,9	58,0	58,1	57,1	57,5	56,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
64,5	64,7	64,3	64,0	63,9	64,2	64,3	63,5	64,2	62,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10,4	10,6	10,9	10,7	10,6	10,6	10,5	11,3	11,3	11,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
60,4	60,1	59,6	59,3	59,4	59,5	59,5	58,4	58,9	58,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
67,4	67,2	66,9	66,4	66,5	66,6	66,4	65,9	66,4	65,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-3,506	-2,481	-2,725	-1,529	-2,847	-3,267	-3,200	-3,724	-3,587	-3,239	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-3,3	-1,8	-3,5	-1,8	-3,5	-4,7	-4,5	-4,6	-4,2	-4,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-2,584	-2,482	-2,283	-1,099	-1,491	-2,179	-2,277	-2,961	-2,662	-2,667	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-2,343	-1,632	-2,128	-2,303	-2,979	-2,899	-2,880	-3,013	-2,735	-2,727	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,421	1,632	1,685	1,873	1,623	1,812	1,957	2,250	1,810	2,155	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-2,922	-2,363	-2,675	-1,598	-2,563	-2,846	-3,435	-3,795	-3,285	-3,609	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-3,9	-3,2	-3,4	-1,9	-3,2	-3,4	-4,1	-4,5	-4,2	-4,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-1,797	-1,252	-4,148	-2,951	-937	-2,341	-2,470	-666	-2,753	-3,485	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,513	2,526	4,992	3,805	2,007	3,840	2,799	2,889	3,417	3,855	-	-	-	-	-	-	-	-	-
716	1,275	845	1,071	1,499	1,699	1,699	329	2,223	665	371	-	-	-	-	-	-	-	-
265	-1,983	-519	620	1,750	334	536	-1,323	-1,306	-300	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-1,482	717	1,867	560	-3,514	-988	-1,670	-2,538	-1,577	-351	-	-	-	-	-	-	-	-	-
93	154	126	173	137	150	169	732	2,351	526	-	-	-	-	-	-	-	-	-
584	117	50	-69	283	421	-235	-71	302	-369	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7,38	6,56	5,48	4,99	4,58	4,33	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,63
7,4	6,6	5,5	5,0	4,6	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	-	-	-	-	-	-	-	-
12,8	11,6	10,6	10,0	9,4	9,4	9,3	9,0	9,1	9,0	8,9	-	-	-	-	-	-	-	-
20,1	19,7	19,0	18,7	18,7	17,9	18,0	17,3	18,0	17,2	16,0	-	-	-	-	-	-	-	-
12,5	12,3	11,3	10,9	10,8	10,6	10,5	10,4	10,4	10,5	10,4	-	-	-	-	-	-	-	-