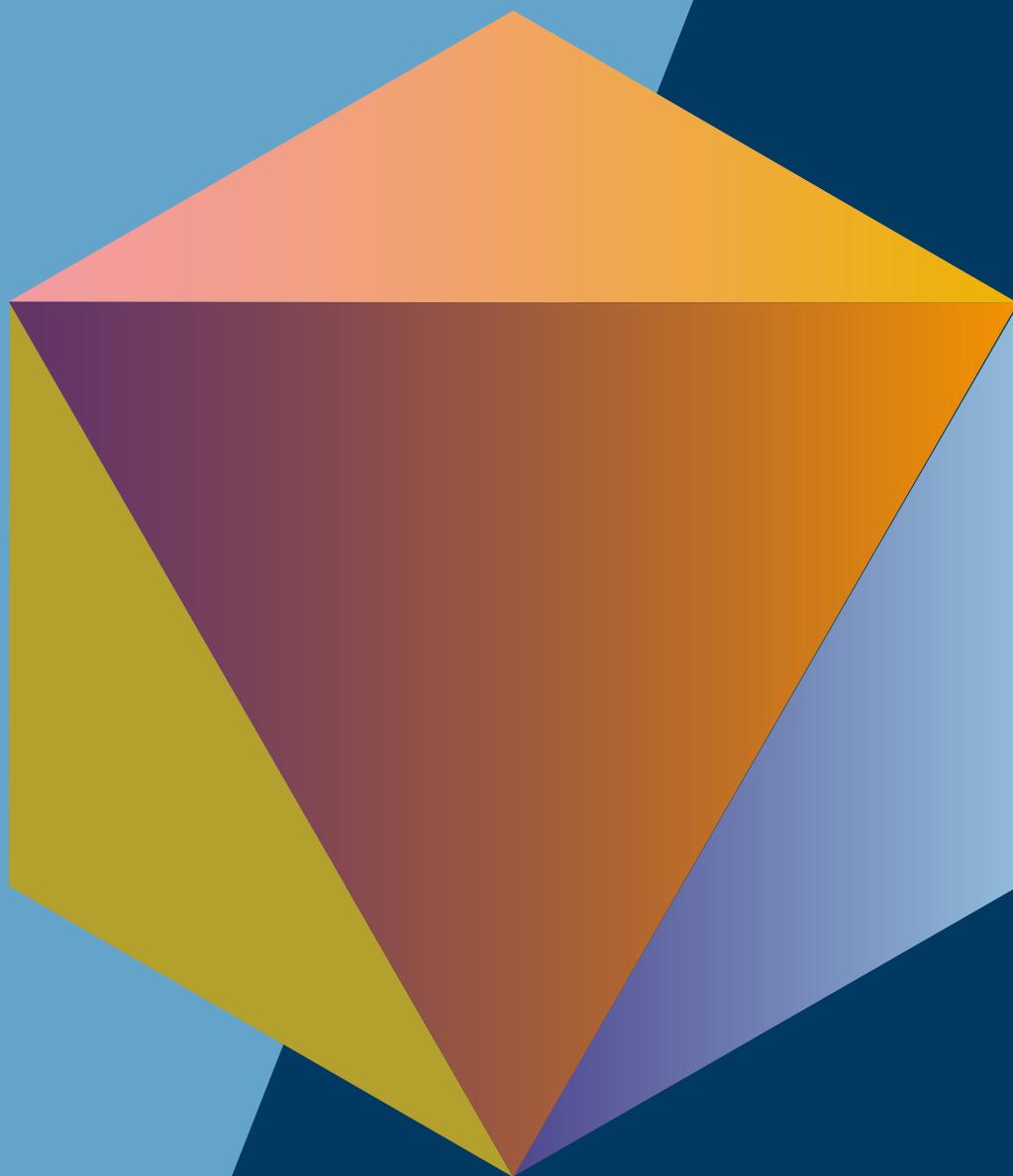

INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

ISSN - 2711 - 1164



10/
2021



Octubre de 2021

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 29 de octubre de 2021.

Actualización 8 de noviembre de 2021

Esta nueva versión incorpora los siguientes recuadros:

Recuadro 1: *El papel de las presiones externas en el comportamiento reciente de la inflación en Colombia*

Recuadro 2: *Comportamiento del crédito comercial en moneda nacional, marzo de 2020-septiembre de 2021*

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



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
Karen Pulido
Sergio Restrepo

Sección de Programación Macroeconómica

Aarón Garavito
Jefe

Luis Hernán Calderón
Camilo González
Andrea Salazar
Franky Galeano
Viviana Alfonso

Sección de Gestión del Proceso de Pronóstico

Celina Gaitán
Jefe

Edward Gómez
Tatiana Mora

Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann
Director

Sección de Pronóstico

Julián Pérez
Jefe

Jose Vicente Romero
Santiago Forero
Marcela De Castro
Sara Naranjo
Juan Andrés Rincón

Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

Alexander Guarín
Jefe

Juan Camilo Méndez
Nicolás Moreno
Anderson Grajales

(*) En la elaboración de este Informe también colaboraron José David Pulido, investigador junior de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica; Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Deicy Cristiano, Julián Cárdenas, Isleny Carranza y Ramón Hernández, profesionales de la Sección de Estadística; Juan Sebastián Corrales, jefe de la Sección de Sector Público; Diego Florez, Jesús Daniel Sarmiento, Nicole Rodríguez, Juan Felipe Salamanca y Diana Marcela Torres, estudiantes en práctica.

Ciudad de edición: Bogotá D. C., Colombia.

Sugerencias y comentarios: +57 (1) 343 1011 / atencionalciudadano@banrep.gov.co



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 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 política (tasa repo a un día o tasa de interés de referencia). 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 segundo día hábil siguiente a la reunión se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, el día hábil siguiente a la Junta, en enero, abril, julio y octubre, se publica 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

- 01. Resumen /9**
 - 1.1 Resumen macroeconómico /9**
 - 1.2 Decisión de política monetaria /12**

 - 02. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos /13**
 - 2.1 Contexto externo /13**
 - 2.2 Proyecciones macroeconómicas /19**
 - 2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico /29**

 - 03. Situación económica actual /32**
 - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios /32**
 - 3.2 Crecimiento y demanda interna /35**
 - 3.3 Mercado laboral /37**
 - 3.4 Mercado financiero y monetario /39**
-

Recuadro 1: El papel de las presiones externas en el comportamiento reciente de la inflación en Colombia /42

Recuadro 2: Comportamiento del crédito comercial en moneda nacional, marzo de 2020-septiembre de 2021 /46

Anexo 1: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros /51

Anexo 2: Principales variables del pronóstico macroeconómico /53

Anexo 3: Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico /56

Índice de gráficos

Gráfico 1.1 Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres /9

Gráfico 1.2 Índice de precios al consumidor /10

Gráfico 1.3 IPC sin alimentos ni regulados /10

Gráfico 1.4 Brecha del producto /11

Gráfico 1.5 Tasa de interés política, TIB e IBR /12

Gráfico 2.1 Supuesto trimestral del PIB real de los socios comerciales /14

Gráfico 2.2 Índice de las medidas de confinamiento y aislamiento social /14

Gráfico 2.3 Precios de algunos bienes básicos exportados y actividad económica de algunos países de la región /15

Gráfico 2.4 Supuesto trimestral del precio del petróleo /16

Gráfico 2.5 Uso del almacenamiento de gas natural en la Unión Europea y precio internacional /16

Gráfico 2.6 Índice de términos de intercambio de Colombia, metodología de comercio exterior /16

Gráfico 2.7 Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos /17

Gráfico 2.8 Bonos del tesoro de los Estados Unidos y flujos de capital hacia economías emergentes /18

Gráfico 2.9 Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) /19

Gráfico 2.10 Comportamiento de la tasa de cambio nominal y de la prima de riesgo para algunos países de América Latina /19

Gráfico 2.11 Índice de precios al consumidor /20

Gráfico 2.12 IPC sin alimentos ni regulados /21

Gráfico 2.13 Brecha inflacionaria del TCR trimestral /21

Gráfico 2.14 IPC de alimentos /22

Gráfico 2.15 IPC de regulados /22

Gráfico 2.16 Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa /22

Gráfico 2.17 PIB trimestral /23

Gráfico 2.18 PIB, acumulado 4 trimestres (índice, IV trimestre de 2019 = 100) /23

Gráfico 2.19 Exportaciones totales de bienes (FOB) /24

Gráfico 2.20 Importaciones totales de bienes (CIF) /24

Gráfico 2.21 PIB, acumulado 4 trimestres (variación anual) /24

Gráfico 2.22 ISE total y por sectores de actividad /25

Gráfico 2.23 Brecha del producto /27

Gráfico 2.24 Cuenta corriente anual /27

Gráfico 2.25 Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas /29

Gráfico 2.26 Índice de precios al consumidor, densidad predictiva /29

Gráfico 2.27 IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva /30

Gráfico 2.28 PIB, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva /30

Gráfico 2.29 Brecha del producto, densidad predictiva /31

Gráfico 3.1 IPC e indicadores de inflación básica /32

Gráfico 3.2 IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados /33

Gráfico 3.3 IPC de servicios, sin alimentos ni regulados y sus componentes /33

Gráfico 3.4 IPC de regulados y sus componentes /34

Gráfico 3.5 IPC de alimentos por grupos y sus componentes /34

Gráfico 3.6 IPP por procedencia /35

Gráfico 3.7 Producto interno bruto trimestral /35

Gráfico 3.8 Producto interno bruto y demanda interna trimestral /36

Gráfico 3.9 Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General /36

Gráfico 3.10 Formación bruta de capital fijo trimestral /36

Gráfico 3.11 Exportaciones, importaciones y balanza comercial /37

Gráfico 3.12 Niveles sectoriales de valor agregado del segundo trimestre de 2021 relativos al cuarto trimestre de 2019 /37

Gráfico 3.13 Comportamiento de los ocupados /38

Gráfico 3.14 Ocupados según tipo de empleo /38

Gráfico 3.15 Tasa de desempleo por dominios geográficos /39

Gráfico 3.16 Curva de Beveridge para las 7 ciudades principales /39

Gráfico 3.17 Tasas reales de interés de créditos comerciales /40

Gráfico 3.18 Tasas reales de interés de créditos a los hogares /40

Gráfico 3.19 Cartera bruta en moneda nacional /40

Índice de cuadros

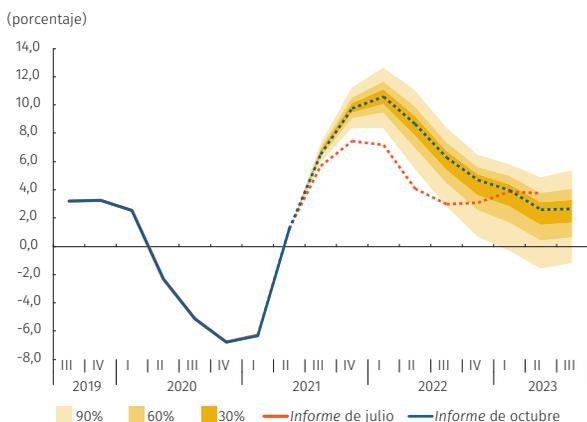
Cuadro 2.1 Crecimiento económico de los principales socios comerciales /15

01 / Resumen

1.1 Resumen macroeconómico

La actividad económica se ha recuperado a una mayor velocidad de la proyectada y el producto alcanzaría su nivel pre-pandemia antes de lo esperado. La proyección de crecimiento económico para 2021 y 2022 se incrementó, pero los sesgos a la baja son significativos (Gráfico 1.1). En el tercer trimestre la economía colombiana retomó su senda de recuperación después de los fuertes choques de oferta y de la tercera ola de contagios de la pandemia registrados en el segundo. En el tercer trimestre no se presentaron choques negativos que afectaran la movilidad y el producto, y algunos indicadores de actividad económica señalan que el ritmo de recuperación de la demanda, principalmente del consumo, sería más rápido que el estimado en el informe anterior, en un entorno de una política monetaria ampliamente expansiva. En lo que resta del año y hacia 2022 algunos factores seguirían contribuyendo a la recuperación del producto. La persistencia de condiciones financieras internacionales favorables, la mejora esperada de la demanda externa y el aumento de los términos de intercambio aportarían a una mejor dinámica de la actividad económica. A esto se sumarían los efectos de los avances en el programa de vacunación, los mayores niveles de empleo esperados y su efecto positivo sobre el ingreso de los hogares, el mejor desempeño de la inversión (que todavía no ha recuperado sus niveles pre-pandemia) y el estímulo provisto por una política monetaria que continuaría siendo expansiva. Con esto se estima que el nivel del producto previo a la pandemia se haya alcanzado en el tercer trimestre de este año (cuando antes se preveía que fuera para el cuarto trimestre), que el crecimiento para 2022 se desacelere y que los excesos de capacidad productiva se cierren a una velocidad mayor que la estimada en el informe anterior. Así, se revisaron al alza las proyecciones de crecimiento del producto interno bruto (PIB) para 2021 (9,8%, en un rango entre el 8,4% y el 11,2%) y 2022 (4,7%, en un rango entre el 0,7% y el 6,5%). De confirmarse estas estimaciones, entre 2020 y 2022 el producto registraría un aumento promedio del 2,3%, cifra inferior al crecimiento sostenible de largo plazo estimado para Colombia antes de la pandemia. El nuevo pronóstico de crecimiento de 2022 sigue teniendo en cuenta una base baja de comparación un año atrás (debido a los efectos negativos de la pandemia y los bloqueos) y su revisión al alza supone que los niveles de consumo que se estiman para finales de 2021 se mantendrían relativamente estables en 2022, mientras que la inversión y las exportaciones netas continuarían recuperándose a un mejor ritmo que el estimado en el informe anterior. No obstante, sobre estas estimaciones persisten riesgos a la baja inusualmente altos. En primer lugar, porque no se suponen efectos significativos sobre la actividad económica de posibles nuevas olas de contagio del Covid-19. En segundo lugar, los altos niveles del consumo privado, que ya superan por amplio margen los registrados antes de la pandemia, podrían tener un comportamiento menos favorable que el estimado

Gráfico 1.1
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres^{a/, b/, c/}
(variación anual)



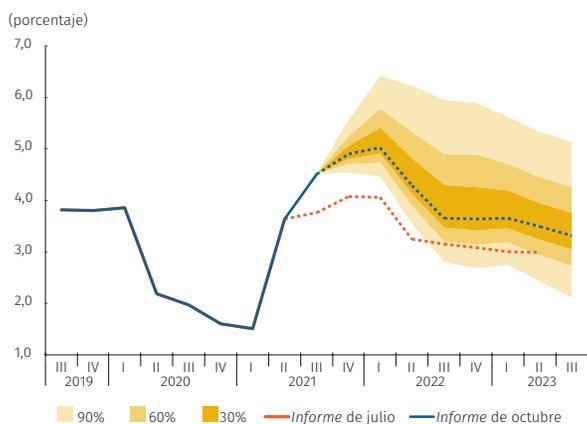
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacón y 4GM.

b/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.

c/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del informe de octubre.

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

Gráfico 1.2
Índice de precios al consumidor^{a/, b/}
(variación anual, fin de período)

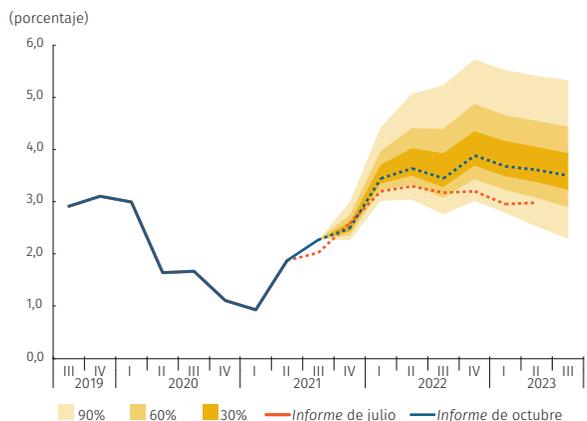


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del informe de octubre.

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

Gráfico 1.3
IPC sin alimentos ni regulados^{a/, b/}
(variación anual, fin de período)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del informe de octubre.

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

en este pronóstico, toda vez que pueden estar reflejando un fenómeno temporal de demanda represada, en un entorno de apertura de algunos servicios (v. g.: turismo) y de una desacumulación del ahorro privado registrado durante la pandemia. En tercer lugar, las interrupciones en las cadenas de suministro podrían ser más persistentes que lo considerado en este informe, seguir impactando los costos de producción y afectar negativamente la actividad económica. Finalmente, la acumulación de desbalances macroeconómicos en Colombia genera una mayor vulnerabilidad del país ante un cambio fuerte en la percepción de riesgo de los agentes, locales y externos, o en las condiciones financieras internacionales, lo que representa un riesgo a la baja sobre el crecimiento.

El aumento de la inflación por encima de lo esperado, la persistencia de algunos choques de oferta y unos menores excesos de capacidad productiva incrementaron la proyección de la inflación en el horizonte de pronóstico y la sitúan por encima de la meta (Gráfico 1.2).

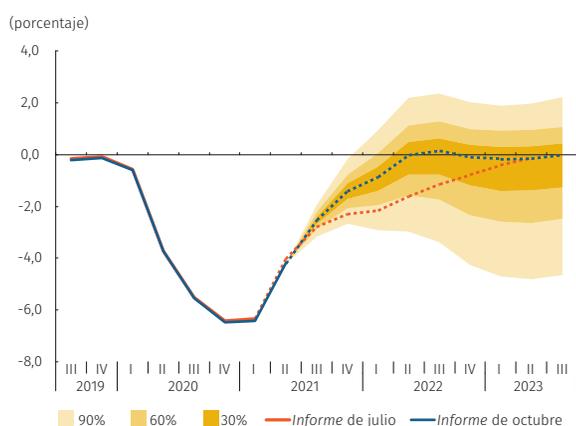
En el tercer trimestre la inflación se incrementó más de lo estimado y se ubicó en el 4,51%. Esta sorpresa se explicó en gran parte por el comportamiento de los precios de los alimentos y de los regulados, y en menor medida por la inflación básica. El incremento de los precios y de los costos internacionales continúa generando presiones al alza sobre varias subcanastas del índice de precios al consumidor (IPC), a lo que se suma la reversión parcial de algunos de los alivios de precios implementados en 2020. El pronóstico de la inflación se revisó al alza por una persistencia de los choques externos que sería mayor que la estimada en el informe anterior y por los efectos de la indexación a una mayor inflación sobre algunos precios de la economía. Adicionalmente, los excesos de capacidad productiva se estarían reduciendo más rápido de lo previsto, lo que se reflejaría en menores presiones a la baja sobre la inflación básica. Con esto, la inflación total alcanzaría el 4,9% y 3,6% para finales de 2021 y 2022, respectivamente. Para las mismas fechas, la inflación básica (sin alimentos ni regulados: SAR) se situaría en el 2,5% y 3,9% (Gráfico 1.3), incremento explicado, en parte, por choques transitorios asociados con los efectos de las medidas tributarias, como los días sin impuesto al valor agregado (IVA)¹. No obstante, estas estimaciones mantienen un amplio margen de incertidumbre asociado, parcialmente, con la magnitud de los excesos de capacidad productiva en la economía y la velocidad con la que estos se sigan reduciendo. También, por una mayor volatilidad en los precios y en su medición por cuenta de la extensión de la emergencia sanitaria y los alivios de impuestos aprobados en la Ley de Inversión Social (v. g.: los días sin IVA), hechos que dificultan estimar la inflación básica en el horizonte de pronóstico. Finalmente, por el riesgo de que la mayor persistencia de los choques de oferta afecte las expectativas de inflación o induzcan un aumento

1 Cabe señalar que el pronóstico de 2021 contempla los tres días sin IVA ya decretados por el gobierno nacional, que podrían generar importantes caídas en el IPC de esta canasta para el último trimestre del año. Para el pronóstico de 2022 no se contemplan días sin IVA, ya que aún no se conocen sus fechas ni el número de jornadas (la Ley de Inversión Social menciona hasta tres días por año), por lo que mecánicamente esto genera un aumento de la inflación básica en el cuarto trimestre de 2022, dados los efectos base del último trimestre de 2021.

en la indexación de algunas canastas del IPC con respecto a lo contemplado en el pronóstico.

La demanda externa relevante para el país continuaría recuperándose, en un entorno de mayores presiones sobre la inflación global. Las condiciones financieras internacionales seguirían siendo favorables, aunque se espera un aumento en el costo externo de financiamiento en el horizonte de pronóstico. En el primer semestre de 2021 el crecimiento de los socios comerciales resultó mejor de lo esperado. El buen desempeño de la actividad económica se ha dado en un contexto de importantes avances en la vacunación, amplia liquidez internacional y de una recuperación en el comercio de bienes. Sin embargo, la propagación de nuevas cepas del virus y la persistencia de los problemas en las cadenas globales de suministro han moderado los pronósticos para lo que resta del año. Con todo lo anterior, se revisó el supuesto de crecimiento de los principales socios comerciales del país del 6,0% al 6,3% para 2021 y del 3,5% al 3,4% para 2022. Los términos de intercambio del país se han incrementado debido principalmente a los aumentos en las cotizaciones del petróleo, café y carbón, a pesar de las alzas en los precios de los bienes y servicios que compra el país. Hacia adelante, se sigue esperando una reducción del precio del petróleo en la medida en que se moderen los problemas en los mercados de bienes del gas y el carbón, y que se amplíe la oferta mundial de crudo. El aumento en los fletes y las interrupciones en las cadenas de suministro continúan generando aumentos significativos en los costos de producción mundial. Esto, junto con la recuperación de la demanda global, ha presionado al alza la inflación externa. En este entorno varios países emergentes han iniciado una normalización de su política monetaria. Para los Estados Unidos, el mercado espera que la inflación sea más alta para 2021 y parte de 2022, que el *tapering* se inicie a finales de este año y se supone que el primer incremento de la tasa de interés de política monetaria se dé a finales de 2022, con otro aumento a mediados de 2023. Por su parte, las primas de riesgo soberano de Colombia han sido superiores a las del trimestre anterior. En este contexto, el pronóstico de este informe supone una convergencia más rápida de la prima de riesgo a niveles por encima del promedio de los últimos quince años, debido, en parte, a la acumulación de desbalances macroeconómicos del país. Con todo esto, las condiciones financieras internacionales continuarían siendo holgadas, aunque menos de lo previsto en el informe anterior. El aumento del costo de financiamiento externo para Colombia podría ser mayor si las presiones alcistas sobre la inflación en los Estados Unidos persisten y adelantan la normalización de la política monetaria en ese país. En general, la incertidumbre sobre el contexto externo sigue siendo inusualmente elevada debido a que se desconoce la evolución de la pandemia, la persistencia de las interrupciones en las cadenas globales de suministro, los impactos de la crisis energética, y una mayor desaceleración de China, entre otros factores.

Gráfico 1.4
Brecha del producto^{a/, b/, c/}
(acumulado 4 trimestres)



a/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

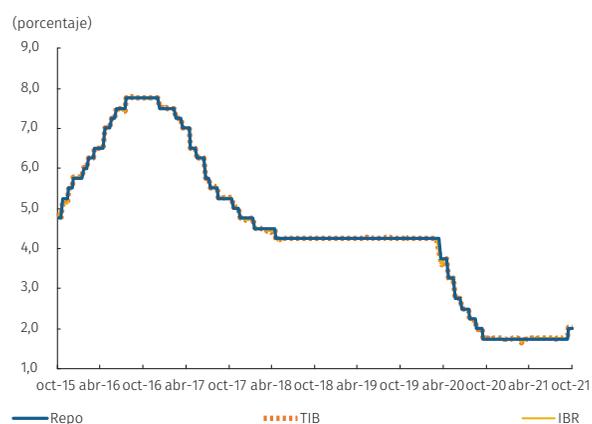
b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM.

c/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del informe de octubre.

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

Frente al informe de julio, los excesos de capacidad productiva se reducen a un ritmo mayor que el esperado (Gráfico 1.4), las inflaciones total y básica presentan tendencias crecientes, las expectativas de inflación han aumentado (aunque se

Gráfico 1.5
Tasa de interés 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.

ubican cerca del 3% a mediano plazo) y la política monetaria continúa siendo expansiva. El sorpresivo ritmo de crecimiento económico y la evolución de algunos precios de la economía sugieren que los excesos de capacidad estarían reduciéndose más rápido de lo previsto. Asimismo, el mejor desempeño de la demanda interna se ha visto reflejado en una ampliación del déficit de la cuenta corriente. La inflación básica continúa por debajo del 3%, pero muestra una tendencia al alza, mientras que las expectativas de inflación han aumentado, aunque para el mediano plazo se mantienen alrededor del 3%. No obstante, se ha incrementado el riesgo de que una mayor persistencia de los choques de oferta y su efecto alcista sobre los precios afecten las expectativas de inflación, produzcan una mayor indexación, y alejen la inflación de la meta de forma más persistente. El mercado laboral continúa holgado, aunque las cifras de septiembre mostraron una recuperación mejor que la esperada. Con todo esto, se estima que la brecha del producto siga siendo negativa, pero menos que antes, y que los choques transitorios de oferta que han afectado la inflación sean más persistentes. Así, el equipo técnico considera que la disyuntiva entre excesos de capacidad productiva e inflación por encima de la meta continúa, pero el balance se inclina hacia un riesgo más alto de mayor inflación.

1.2 Decisión de política monetaria

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió iniciar un proceso de normalización de la política monetaria a partir de la reunión de septiembre de 2021. En las reuniones de septiembre y octubre la JDBR decidió por mayoría incrementar la tasa de política monetaria en 25 y 50 puntos básicos (pb), respectivamente, para ubicarla en el 2,5% (Gráfico 1.5).

02/ Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos

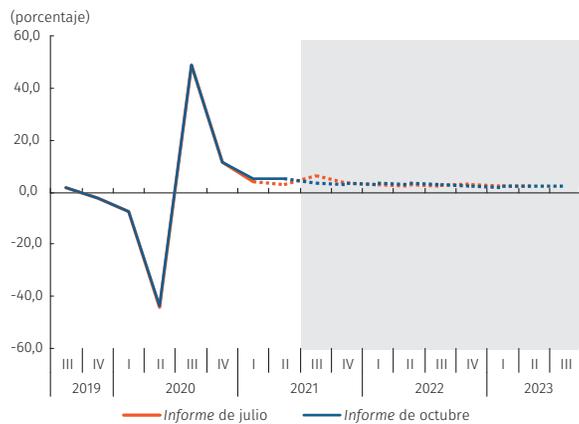
2.1 Contexto externo

La evolución esperada de las variables externas continuaría favoreciendo la recuperación de la economía colombiana, aunque en un entorno de elevada incertidumbre debido a la propagación de nuevas variantes del virus, de riesgo por la persistencia de las disrupciones en las cadenas globales de suministro y de condiciones financieras que se tornan menos favorables. Luego de la sorpresa al alza del segundo trimestre de 2021, el producto interno bruto (PIB) de los socios comerciales seguiría recuperándose en medio de una mejor dinámica de algunos países de la región, cuyo impacto positivo sobre la demanda externa de Colombia estaría siendo contrarrestado parcialmente por las menores perspectivas de crecimiento de grandes economías como las de los Estados Unidos y China. De esta forma, para 2021 el supuesto del crecimiento de los socios comerciales se incrementó al 6,3% frente al 6,0% del reporte de julio, y se estima en un 3,4% para 2022. Por su parte, los costos de transporte internacional, los altos precios de los alimentos y las disrupciones en las cadenas de suministro continúan generando presiones inflacionarias externas. A esto se han sumado los mayores precios del petróleo observados en octubre y esperados en el horizonte de pronóstico, en un entorno de crisis energética en Europa y Asia, junto con las altas cotizaciones del gas natural y del carbón. Para los Estados Unidos se espera una inflación total para 2021 y parte de 2022 más alta que la del pasado informe, el inicio del *tapering* a finales del presente año y el primer incremento de la tasa de interés de la Reserva Federal a finales de 2022, con otro aumento a finales del segundo trimestre de 2023. A su vez, se supone una prima de riesgo creciente para Colombia que convergería a niveles superiores a su promedio de los últimos quince años más rápido de lo anticipado en informes anteriores. Lo anterior, en medio de la acumulación de desbalances macroeconómicos del país y de recientes eventos de estrés en los mercados financieros internacionales. Como se detalla en la sección 2.3 y en el Anexo 3, la incertidumbre es elevada y los riesgos sobre este escenario son múltiples, con lo cual no se descartan alta volatilidad y cambios repentinos de las perspectivas sobre las variables externas que inciden en la economía colombiana.

2.1.1 Demanda externa

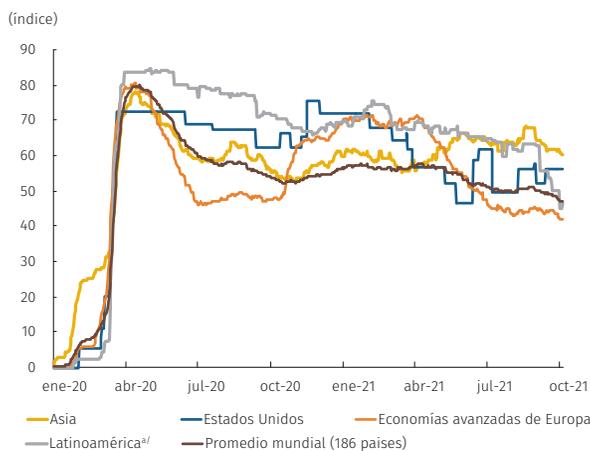
Para 2021 el supuesto del crecimiento anual de los socios comerciales fue revisado al alza, en parte, por los mejores resultados del segundo trimestre. La demanda externa relevante para Colombia continuó recuperándose en el segundo trimestre, impulsada, principalmente, por los resultados de los Estados Unidos. Asimismo, se registró una sorpresa al alza debido, en parte, al mejor desempeño económico frente al esperado en los países de la región, pese a la intensificación de la pandemia en ese período. Desde el tercer trimestre grandes economías, como los Estados Unidos, la zona del euro y China, han enfrentado rebrotes del virus, al tiempo que han persistido las disrupciones en las cadenas globales de suministro. A esto se le sumó en los últimos meses una crisis energética por escasez de gas en Europa, racionamientos de energía en China e incrementos sustanciales de los precios internacionales del petróleo, el gas y el carbón. En contraste, desde el tercer trimestre algunos países de la región han registrado reducciones de los contagios por Covid-19 y han continuado con la reapertura económica, al tiempo que los precios de las materias primas exportadas por estos países continúan en niveles mayores que los observados antes de la pandemia. Con base en lo anterior, para la segunda mitad del año se espera que continúe la recuperación del promedio de los socios comerciales, aunque a un ritmo de expansión trimestral algo inferior al proyectado

Gráfico 2.1
PIB real trimestral de los socios comerciales
 (variación trimestral anualizada; proyecciones según el supuesto para todo el año)



Fuentes: Bloomberg, Oficinas de estadísticas y bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.2
Índice de las medidas de confinamiento y aislamiento social



a/ Para Latinoamérica se considera el promedio de Brasil, Chile, Ecuador, México y Perú.

Fuente: Hale, Thomas, Sam Webster, Anna Petherick, Toby Phillips, and Beatriz Kira (2020). Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government. Política de uso de datos: Creative Commons Attribution CC BY standard; cálculos del Banco de la República. Datos hasta el 4 de octubre.

en el informe de julio (Gráfico 2.1). Para todo 2021 se proyecta un crecimiento promedio de los socios comerciales del 6,3% frente al 6,0% del informe anterior. Para 2022 se espera que la recuperación económica continúe (3,4%), favorecida, en parte, por los avances en los planes de vacunación (Cuadro 2.1). El ritmo de expansión sería menor que en 2021 por los efectos de base y la reducción del estímulo fiscal y monetario en varias economías. Estos supuestos incorporan alta heterogeneidad entre países y sectores debido a las diferencias en el impacto del choque de la pandemia y las medidas para mitigarlo.

En los Estados Unidos la propagación de la variante delta y la presencia de cuellos de botella en diferentes mercados han limitado su recuperación.

En ese país se han observado números elevados de contagios y fallecimientos por Covid-19, asociados, en buena medida, a la propagación de la variante delta del virus y en medio de alguna resistencia de la población a vacunarse. Como resultado, en el tercer trimestre se observaron afectaciones en la movilidad de la población y en la reapertura de la economía (Gráfico 2.2). De esta forma, se registraron retrocesos de las ventas minoristas, caídas de la confianza de los consumidores y una ralentización de la recuperación del empleo. A su vez, la alta inflación y la expiración de algunas de las medidas de apoyo fiscal estarían afectando el ingreso real de los hogares. Adicionalmente, la persistencia de las perturbaciones en las cadenas globales de suministro ha continuado afectando la expansión de la producción industrial y de las exportaciones. Los impactos del huracán Ida también afectaron el crecimiento de ese país en el tercer trimestre de 2021. Con base en lo anterior, la proyección de crecimiento de 2021 para esta economía ha sido revisada a la baja frente al informe pasado (Cuadro 2.1). Por su parte, en las principales economías de la zona del euro el avance de la vacunación ha mitigado el impacto de los rebotes del virus. De esta forma, las afectaciones moderadas en la movilidad de la población, junto con las mejoras en el mercado laboral, la confianza de los consumidores en niveles altos y las condiciones financieras favorables, son factores que han soportado la dinámica del consumo privado. No obstante, debido a la escasez de gas natural en Europa, sus precios alcanzaron máximos en más de una década y su impacto en la producción y la transmisión de precios al consumidor son un elemento de preocupación². A su vez, la manufactura y la construcción, en particular el sector automotriz, continúan viéndose fuertemente afectadas por los cuellos de botella en la producción y la disponibilidad de insumos. Teniendo en cuenta lo anterior, junto con la sorpresa positiva del segundo trimestre, para todo 2021 se ha revisado ligeramente al alza la proyección de crecimiento económico de la zona del euro. En conjunto, para estas economías avanzadas se sigue esperando una recuperación de la actividad económica en 2022, a medida que se moderen los problemas sobre las cadenas globales de suministro y se continúe la reapertura de actividades económicas, esto en un entorno de reducción gradual del estímulo fiscal y monetario.

2 Ante el incremento de los precios, los gobiernos de las principales economías de la zona del euro han intervenido a través de transferencias directas, límites de precios y reducciones de impuestos.

Cuadro 2.1
Crecimiento económico de los principales socios comerciales^{a/}

Principales socios	2019 (pr)	2020 (pr)	2021 (proy)	2022 (proy)
Estados Unidos	2,3	-3,4	5,8	4,2
Zona del euro	1,5	-6,5	4,9	4,5
China ^{b/}	6,0	2,3	8,2	5,6
Ecuador	0,0	-7,8	3,1	2,4
Brasil	1,4	-4,1	5,0	2,1
Perú	2,2	-11,0	11,9	3,4
México	-0,2	-8,3	5,9	3,1
Chile	0,9	-5,8	10,6	2,4
Total socios comerciales ^{a/}	1,4	-6,7	6,3	3,4

(pr): preliminar. (proy): proyectado.

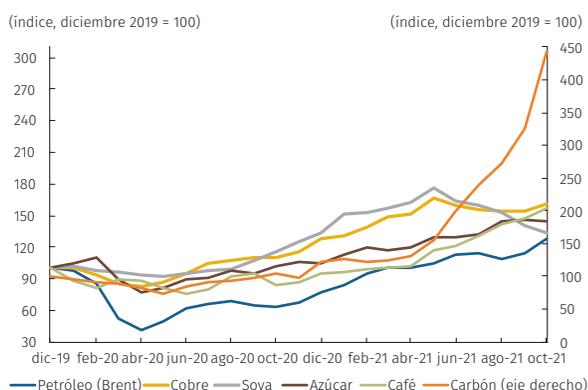
a/ Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso de la participación en el comercio no tradicional.

b/ El dato de crecimiento del PIB del tercer trimestre de 2021 fue publicado el 17 de octubre. Este dato hizo parte del conjunto de información utilizado por la Junta Directiva del Banco de la República para su decisión del 29 de octubre. Sin embargo, los pronósticos aquí presentados no incorporaron esta nueva información.

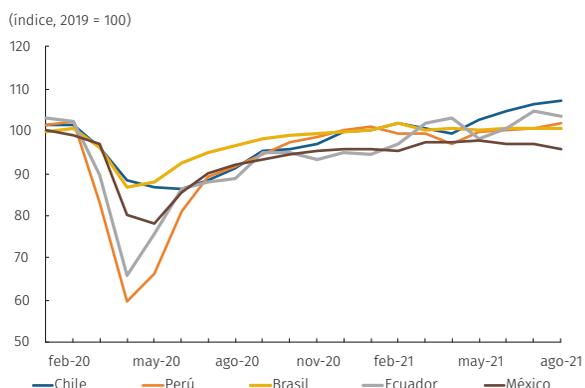
Fuentes: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales de los países (datos observados) y Banco de la República (proyecciones y cálculos).

Gráfico 2.3
Precios de algunos bienes básicos exportados y actividad económica de algunos países de la región

A. Precios de los productos básicos exportados^{a/}



B. Indicador de actividad económica mensual



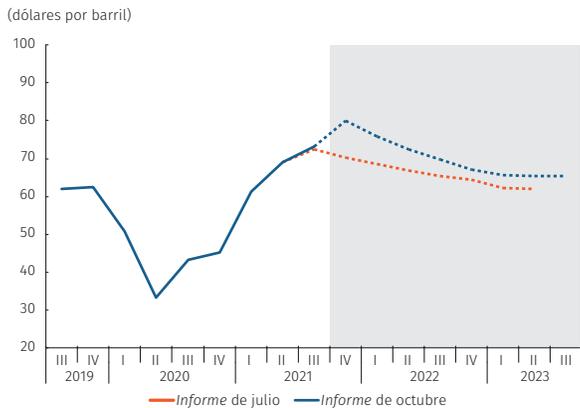
a/ Datos actualizados al 22 de octubre de 2021.

Fuentes: Bloomberg y Datastream; cálculos del Banco de la República.

En el tercer trimestre la actividad económica de China se desaceleró frente al trimestre anterior. El PIB de China tuvo una expansión anual en el tercer cuarto de 2021 del 4,9% y del 0,2% trimestral anualizado (t. a.), luego del 1,3% t. a. del segundo trimestre. Factores como las estrictas medidas de aislamiento social para contener los brotes de contagio de la variante delta del virus, además de las inundaciones, habrían explicado, en parte, el menor ritmo de expansión. A su vez, las afectaciones sobre las cadenas globales de suministro, el retiro gradual del estímulo gubernamental, el racionamiento de energía y las regulaciones en el mercado de vivienda y de crédito son factores que también habrían limitado la expansión del producto y podrían continuar incidiendo en su dinámica de crecimiento. Para septiembre, las condiciones empresariales del sector manufacturero se redujeron y sugieren contracciones en el corto plazo. Por su parte, las condiciones empresariales del sector de servicios mejoraron en septiembre respecto al mes anterior, acorde con las menores restricciones sanitarias. Para 2021, tomando en consideración el menor crecimiento estimado del tercer trimestre de este año y la persistencia de los problemas de oferta, se revisó a la baja el supuesto de crecimiento del PIB de ese país (Cuadro 2.1).

La actividad económica de varios países de la región sorprendió al alza en el segundo trimestre. No obstante, los riesgos de propagación de nuevas variantes del virus y un menor impulso externo podrían afectar la recuperación. En el segundo trimestre la dinámica económica de los socios comerciales de la región fue heterógena, pero superior a la esperada y estuvo caracterizada por un menor impacto de la pandemia, y por medidas gubernamentales que favorecieron el consumo privado en algunos países. Durante el tercer trimestre se observó en la región (excepto México) una reducción del contagio y de la mortalidad por Covid-19 frente a lo observado en el trimestre anterior. Esto estuvo acompañado del avance en la vacunación de la población y de una presencia moderada de la variante delta del virus. Así, en los últimos meses, países como Chile, Brasil, Perú y Ecuador continuaron con el proceso de apertura de actividades económicas y reducción de las medidas de aislamiento social (Gráfico 2.2), lo cual permitió, en promedio, una mayor movilidad de la población frente al trimestre anterior. En general, los altos precios de los principales bienes básicos de exportación estarían contribuyendo a la mejora del ingreso nacional frente al año anterior (Gráfico 2.3, panel A). De esta forma, en algunos de estos países se han observado incrementos de los indicadores mensuales de actividad económica (Gráfico 2.3, panel B) y/o mejoras en el mercado laboral, aunque aún con tasas de desempleo superiores a las observadas antes de la pandemia. Así, para 2021 se revisó al alza el crecimiento de algunas de las economías por cuenta de las sorpresas del segundo trimestre y de la buena dinámica reciente (Cuadro 2.1). En adelante se espera que la recuperación de estos países continúe, soportada en la reapertura económica. Sin embargo, la reducción del estímulo monetario ante el incremento de la inflación y de sus expectativas, el espacio fiscal limitado, el menor crecimiento de grandes socios comerciales como los Estados Unidos y China, y las tensiones sociales y políticas en la región limitarían la expansión de estas economías.

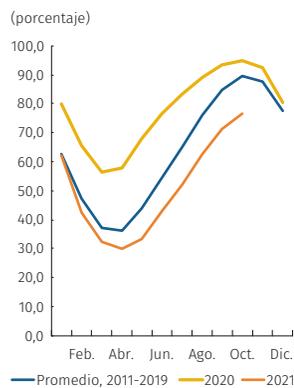
Gráfico 2.4
Supuesto trimestral del precio del petróleo



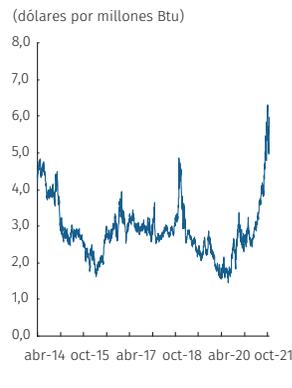
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.5
Uso del almacenamiento de gas natural en la Unión Europea y precio internacional

A. Uso del almacenamiento de gas natural en la Unión Europea (porcentaje de almacenamiento mensual)^{a/}



B. Precio internacional del gas natural



a/ Información hasta el 24 de octubre de 2021.
Fuentes: Aggregated Gas Storage Inventory y Bloomberg.

Gráfico 2.6
Índice de términos de intercambio de Colombia, metodología de comercio exterior



Fuente: Banco de la República.

2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

El supuesto del precio del petróleo se revisó al alza en el horizonte de pronóstico frente al informe anterior. Para 2021 y 2022 se supone un precio promedio cercano a los USD71 por barril (bl, referencia Brent) (Gráfico 2.4). En el tercer trimestre el precio promedio del crudo (Brent) fue de USD73,2 por bl, valor cercano al proyectado en el informe de julio. En lo corrido hasta el 22 de octubre esta cotización se ha ubicado, en promedio, cerca de los USD83 bl, lo que representa una sorpresa al alza en un contexto de una mayor demanda por efecto sustitución, dadas la escasez de gas natural en Europa (Gráfico 2.5, paneles A y B) y la limitada disponibilidad de carbón que ha afectado la producción de energía en China e India. Esto, en medio de los programas de transición hacia energías más limpias. A los altos precios del petróleo también están contribuyendo la reapertura de los países, la proximidad de la temporada invernal en el hemisferio norte, las afectaciones de la producción en los Estados Unidos por el impacto del huracán Ida, las restricciones a la oferta que aún persisten por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+) y la respuesta modesta de otros productores frente a la recuperación de los precios. Dentro de los factores que están limitando un mayor aumento del precio se encuentran las oleadas recientes del virus y los problemas en las cadenas globales de suministro, lo que está afectando la recuperación de la actividad económica de importantes consumidores de hidrocarburos, como lo son los Estados Unidos y China. Con base en todo lo anterior, se revisó al alza este precio en todo el horizonte de pronóstico, que en promedio alcanzaría un máximo en el cuarto trimestre de 2021 de USD 80 bl, para luego comenzar a disminuir en la medida en que la producción continúe recuperándose por la reducción en los recortes por parte de la OPEP+, el repunte en la extracción en otros países, como los Estados Unidos y Canadá, y la moderación de los problemas en los mercados del gas natural y el carbón.

Los mayores precios del crudo favorecerían la dinámica de los términos de intercambio (TI). En agosto los TI crecieron anualmente 11%, impulsados, en parte, por las mayores cotizaciones internacionales del petróleo, el café y el carbón, las cuales se ubicaron por encima de los niveles previos a la pandemia (Gráfico 2.3, panel A). No obstante, los TI todavía fueron algo inferiores a lo observado a finales de 2019 (Gráfico 2.6) debido a los altos precios externos de los bienes importados, en un entorno de disrupciones en las cadenas globales de suministro y escasez mundial de bienes e insumos. Además, el país es importador neto de servicios de transporte de mercancías, los cuales han incrementado su costo de manera significativa. Este factor limitaría adicionalmente la recuperación de los TI de bienes y servicios. En el horizonte de pronóstico, los mejores precios del petróleo y el carbón favorecerían la recuperación de este indicador.

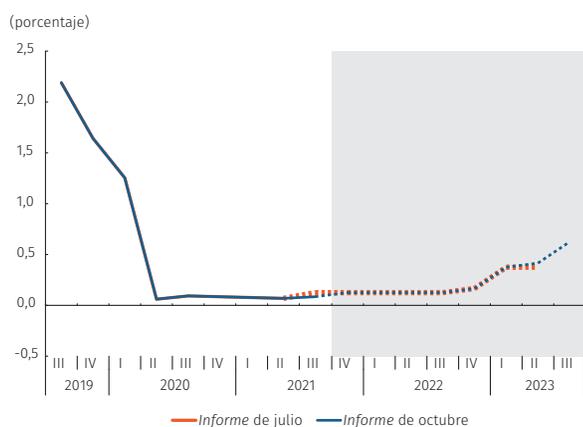
Al cierre de 2021 los Estados Unidos y la zona del euro tendrían inflaciones anuales por encima de sus metas. En septiembre la inflación anual en los Estados Unidos fue del 5,4%, situándose por encima de lo esperado por el mercado. En particular,

los precios del componente de la energía (combustible y servicios de energía) contribuyeron de forma importante a la alta inflación anual. A su vez, se siguieron observando presiones al alza en los precios de los vehículos, los servicios de transporte, los alimentos y el alquiler de vivienda, entre otros. Lo anterior continúa impactado por las bajas bases de comparación del año anterior, los mayores costos laborales y choques de oferta más persistentes asociados con el Covid-19, como lo son las interrupciones en las cadenas de suministro y los altos costos de transporte internacional de mercancías. A su vez, esta dinámica se ha dado en medio de la recuperación de la economía y un estímulo monetario y fiscal significativo. Así, para los siguientes trimestres las encuestas del mercado ubican la inflación total por encima de lo esperado meses atrás y sugieren que la alta inflación actual sería más persistente, aunque convergería a valores más cercanos a la meta a finales de 2022 (2,3%). En la zona del euro entre agosto y septiembre la inflación básica anual se incrementó del 1,6% al 1,9%, y la inflación total anual del 3% al 3,4%, alcanzando valores no observados desde 2008. Esto también ocurrió en un contexto de altos costos de la energía, mayor apertura de estas economías, problemas en las cadenas globales de suministro y efectos de base de comparación. Para 2021 las expectativas de inflación aumentaron y se sitúan por encima del 3%; mientras que para finales de 2022 el mercado espera una inflación inferior a la meta del 2%. En general, los recientes desarrollos en materia de precios del gas, el petróleo y el carbón generan, al menos en el corto plazo, presiones adicionales sobre la inflación en estos países.

2.1.3 Desarrollos financieros externos

El supuesto para la tasa de interés de política de la Reserva Federal de los Estados Unidos contempla un primer incremento a finales de 2022 y otro en junio de 2023 (Gráfico 2.7). En los últimos meses la Reserva Federal y otros bancos centrales de las economías avanzadas han continuado suministrando amplia liquidez a los mercados³. En su reunión del 22 de septiembre el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) mantuvo su tasa de interés en un rango entre el 0,0% y 0,25%, acorde con las expectativas del equipo técnico. En las minutas de la reunión de septiembre se mencionó que la reducción en el ritmo de expansión de la hoja de balance (*tapering*) podría comenzar a mediados de noviembre o en diciembre de este año y terminaría hacia mediados de 2022. Adicionalmente, según el presidente de la Reserva Federal, la subida de tasas no se iniciaría antes de finalizar dicho proceso. A su vez, los miembros del FOMC hicieron una revisión a la baja de su proyección del crecimiento anual y del empleo para el cuarto trimestre de este año. También revisaron al alza sus perspectivas de inflación para 2021 y 2022, por cuenta de

Gráfico 2.7
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos

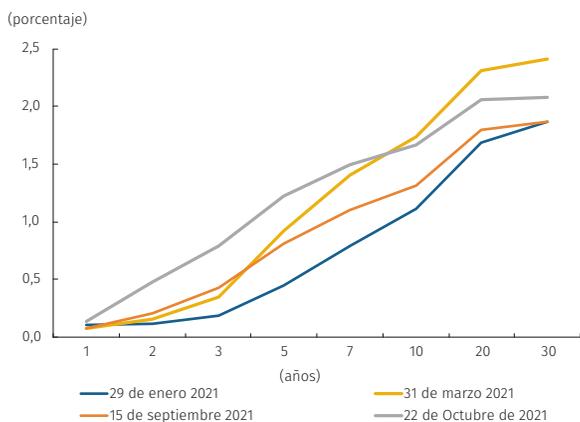


Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

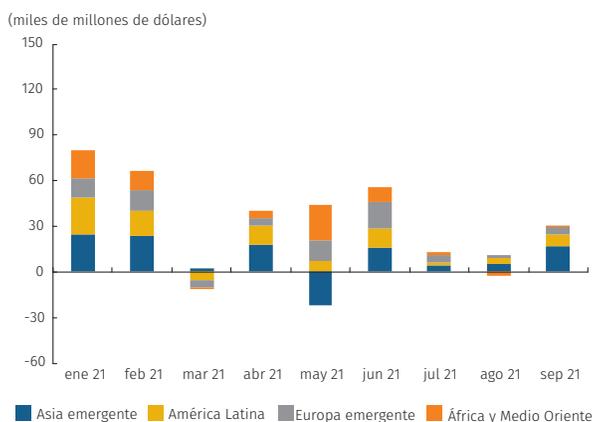
3 En su reunión del 9 de septiembre el Banco Central Europeo (BCE) redujo ligeramente el ritmo de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP). Asimismo, en su reunión del 28 de octubre mantuvo sin cambios el nivel de los tipos de interés oficiales, su actividad en el marco del programa de compras de activos (APP), sus políticas de reinversión y sus operaciones de financiación a plazo más largo.

Gráfico 2.8
Bonos del tesoro de los Estados Unidos y flujos de capital hacia economías emergentes

A. Curva diaria de los bonos del tesoro de los Estados Unidos



B. Flujos netos de inversión extranjera hacia economías emergentes^{a/}



a/ Corresponde a flujos de inversión en instrumentos de deuda y acciones.
Fuentes: US Department of the Treasury e Instituto de Finanzas Internacionales (IIF por sus siglas en inglés).

los impactos de los cuellos de botella en la producción, los cuales han sido más fuertes y duraderos de lo esperado. Así, las proyecciones del FOMC sobre la tasa de interés de política muestran un consenso sobre la estabilidad de la tasa en lo que resta de 2021; y para finales de 2022 y de 2023 sugieren una política monetaria menos expansiva frente a lo reportado en junio⁴. Por su parte, las perspectivas de los analistas y de los mercados de futuros señalan aumentos de tasas en el horizonte de pronóstico por parte de la Reserva Federal, aunque existe dispersión sobre el posible comienzo y ritmo de estas subidas⁵. En este informe se supone estabilidad en la tasa de política monetaria de los Estados Unidos en 2021 y parte de 2022, un primer incremento de 25 pb en diciembre de 2022 y una segunda subida en junio de 2023, lo que implica una senda más alta frente al informe anterior.

Las condiciones financieras externas se mantienen favorables, aunque menos holgadas que en el informe anterior, en un contexto de aumentos en la percepción de riesgo del país.

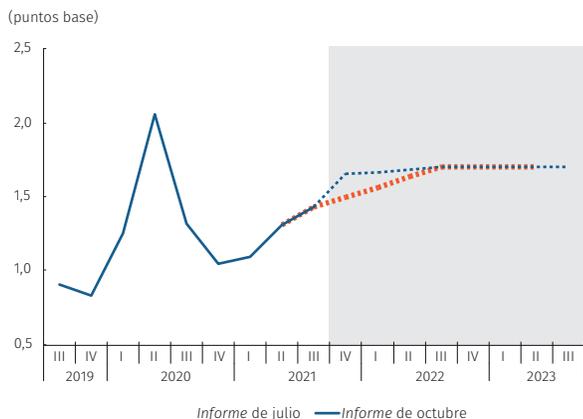
Durante parte del tercer trimestre de 2021, la reducción de las tasas de interés de largo plazo de los tesoros estadounidenses ocurrió en un entorno de expectativas de presiones inflacionarias transitorias, datos económicos mixtos, continuidad en las compras de títulos del tesoro por parte de la Reserva Federal, y de una mayor percepción de riesgo asociada a la expansión de la variante delta y su posible impacto sobre el producto global. Sin embargo, desde finales de septiembre y hasta el 22 de octubre se observó una tendencia al alza en el nivel de las tasas de interés en todos los plazos de la curva de rendimientos (Gráfico 2.8, panel A). Lo anterior se dio en un entorno de expectativas de una política monetaria menos expansiva por parte de la Reserva Federal y temores ante presiones inflacionarias más persistentes que lo proyectado inicialmente. En el tercer trimestre de 2021 los flujos netos de capitales hacia países emergentes disminuyeron⁶ respecto a los dos trimestres anteriores, debido a salidas netas en inversiones en renta variable y menores flujos hacia instrumentos de renta fija (Gráfico 2.8, panel B). Esto se dio ante anuncios de comienzos del *tapering* por parte de la Reserva Federal, presiones inflacionarias y desbalances fiscales en los países emergentes y, recientemente, por mayores percepciones de riesgo asociadas con el mercado inmobiliario chino. Para Colombia los datos de la balanza cambiaria local indican una desaceleración en las entradas netas de capitales por inversión extranjera de portafolio. En el tercer trimestre ingresaron al país cerca de USD 85 m, cifra inferior a la observada en el trimestre anterior cuando se registraron entradas por USD 2.408 m.

4 Para finales de 2022 la mediana de la encuesta del punto medio del rango de la tasa aumentó del 0,13% en junio al 0,25% en septiembre. Para finales del 2023 hay alta dispersión y la mediana aumentó del 0,63% al 1,00%.

5 Para finales de 2021, 2022 y 2023 la mediana de las encuestas de la Reserva Federal de Nueva York, *Market Participants* y *Primary Dealers* de septiembre, contemplan una tasa de política del 0,13%, del 0,13% y del 0,63%, respectivamente. Por último, durante la escritura del presente informe la expectativa de la tasa de interés proveniente de los futuros se incrementó de forma importante para 2022 y 2023.

6 Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés).

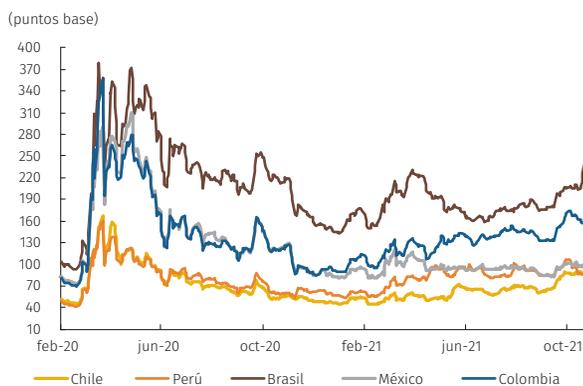
Gráfico 2.9
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)^{a/}



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

Gráfico 2.10
Comportamiento de la tasa de cambio nominal y de la prima de riesgo para algunos países de América Latina

A. Credit default swap a cinco años



B. Tasa de cambio nominal



Nota: cifras hasta el 22 de octubre.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

El escenario central supone una prima de riesgo algo mayor para 2021 y 2022 frente a la del informe de julio, y mantiene el nivel de convergencia en el horizonte de pronóstico (Gráfico 2.9).

En el tercer trimestre se presentó una depreciación trimestral promedio del peso del 4% y los *credit default swaps* (CDS) a cinco años promedio del país se incrementaron hasta 143 pb, valor superior al observado en los cuatro trimestres anteriores y similar al supuesto del equipo técnico en el informe de julio (Gráfico 2.10). El aumento en la prima de riesgo ocurrió principalmente desde la última semana de septiembre, alcanzando valores superiores a los 170 pb a comienzos de octubre. Al 22 de octubre este indicador se mantenía en niveles superiores a los observados en el primer semestre del año. El aumento de la prima de riesgo se presentó en medio de tensiones en los mercados financieros internacionales asociadas con el riesgo de *default* por parte de la inmobiliaria Evergrande (la segunda más grande de China), incertidumbre sobre la negociación del techo de la deuda en los Estados Unidos, expectativas de una política monetaria menos expansiva por parte de la Reserva Federal, y preocupaciones por la crisis energética y sus posibles impactos sobre la inflación. Estos factores globales también afectaron la prima de riesgo de otros países emergentes, incluyendo los de la región. Teniendo en cuenta lo anterior, así como la mayor deuda pública y externa del país frente a los niveles previos a la pandemia, se supone una prima de riesgo más alta en comparación con el informe anterior entre el cuarto trimestre de 2021 y el segundo trimestre de 2022, que luego se estabiliza en 170 pb hasta el final del horizonte de pronóstico.

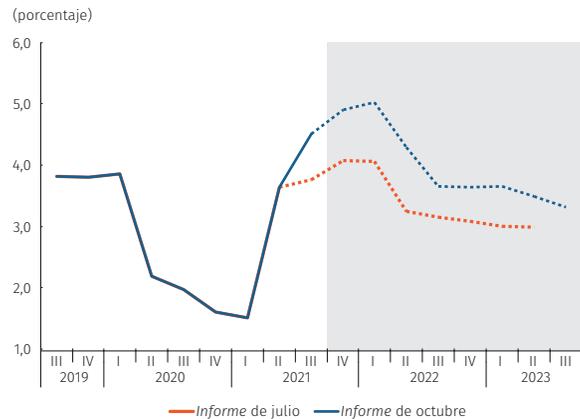
2.2 Proyecciones macroeconómicas⁷

2.2.1 Inflación

La inflación total anual al consumidor se mantendría por encima de la meta y de lo previsto en el informe de julio a lo largo de todo el horizonte de pronóstico (Gráfico 2.11). En parte, este pronóstico refleja efectos transitorios sobre la inflación, producto de medidas tributarias (como los días sin IVA) y la reversión de alivios (como el del impoconsumo a principios de 2023). También, refleja una mayor persistencia de los choques temporales de oferta y unos excesos de capacidad productiva que se reducirían más rápido de lo previsto, ejerciendo menores presiones bajistas. La inflación total anual aumentó en el tercer trimestre (se ubicó en septiembre en el 4,5%) y lo continuaría haciendo hasta principios de 2022. Luego, iniciaría un proceso de convergencia hacia la meta, pero más lento que el esperado en el informe anterior. Las presiones externas serían un poco más persistentes que las identificadas en julio, lo que, unido a una reactivación de la demanda y a una reducción de los excesos de capacidad productiva más rápidas que las previstas, llevaron a revisar al alza la senda de inflación total en el escenario central. A dicha revisión también contribuyó la indexación a un nivel

7 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 anual, fin de período)



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

mayor de la inflación. Por otro lado, el pronóstico sigue contemplando una dilución de los efectos bajistas relacionados con los alivios transitorios de impuestos indirectos aplicados en 2020 y también incorpora las disposiciones aprobadas en la Ley de Inversión Social, en particular la prolongación de los alivios a varios servicios y las jornadas del día sin IVA. El momento en que efectivamente ocurran los días sin IVA en 2022, el traspaso de este descuento a los precios, el gasto que los hogares realicen en esos días, y la medición de los efectos son factores de incertidumbre sobre la inflación. Con todo lo anterior, según la senda central de pronóstico de este informe, la inflación total cerraría 2021 en el 4,9% y 2022 en un 3,6%. En 2023 la inflación continuaría cayendo, convergiendo hacia la meta y se ubicaría en el 3,3% en el tercer trimestre de dicho año. Estas estimaciones mantienen un amplio margen de incertidumbre asociado, en parte, con la dificultad de medir correctamente la magnitud de los excesos de capacidad productiva y la velocidad con lo que estos se estarían reduciendo. También, debido a la mayor volatilidad que le podrían imprimir a la inflación las jornadas de días sin IVA y otros alivios de impuestos, como se detalla en la sección 2.3 de este informe.

El pronóstico de la inflación básica también aumentó hacia el mediano plazo, en buena parte por unos choques externos más persistentes que lo previsto, una indexación a mayores tasas de inflación y una brecha de producto que ejercería menores presiones bajistas. A esto se sumó la introducción de las jornadas sin IVA para finales de 2021, que podrían implicar efectos alcistas transitorios sobre la inflación anual a finales de 2022.

La inflación básica, medida a través de la variación anual del IPC SAR, mantuvo una tendencia ascendente y llegó al 2,3% en septiembre. Esta medida debería seguir subiendo a lo largo del próximo año, situándose por encima de la meta, algo que obedece principalmente a los diversos choques transitorios de oferta que la seguirían afectando. Entre ellos se pueden señalar los problemas que enfrentan las cadenas de suministro y los canales de producción, comercialización y transporte a escala global, la reversión de alivios en impuestos indirectos y precios, las jornadas del día sin IVA, entre otros. En este informe se supone que algunos de estos choques continuarían afectando la inflación anual a lo largo de los siguientes dos años, y su dilución llevaría a que la convergencia a la meta se dé más allá del horizonte de pronóstico. Esta convergencia más lenta también obedece a la revisión de la brecha del producto, la cual dejaría de ejercer presiones bajistas más rápido que lo previsto en informes anteriores, teniendo en cuenta el dinamismo reciente que ha exhibido la demanda.

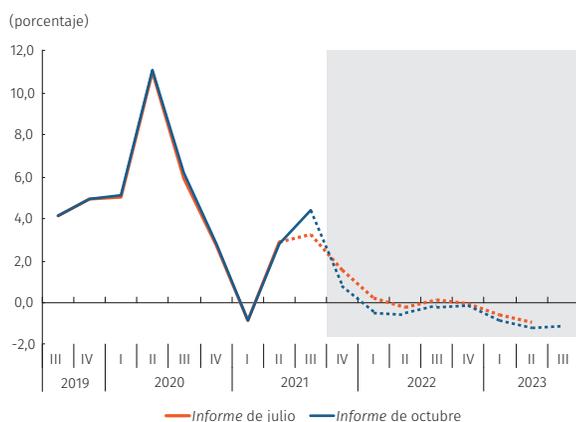
Tanto los precios de los bienes como los de los servicios seguirían afectados por choques transitorios internos y externos que generarán mayor volatilidad en la inflación básica y dificultarían la identificación de presiones persistentes originadas en la demanda y la indexación. Por componentes, el pronóstico del IPC de bienes SAR incorpora la extensión de la emergencia sanitaria hasta el 30 de noviembre de 2021, a la cual va atada la permanencia de la eliminación del IVA a los bienes de aseo e higiene personal. Asimismo, contempla los tres días sin IVA ya decretados para 2021, que podrían generar importantes caídas

Gráfico 2.12
IPC sin alimentos ni regulados
(variación anual, fin de período)



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

Gráfico 2.13
Brecha inflacionaria del TCR trimestral^{a/}



a/ La brecha inflacionaria de la tasa de cambio real (TCR) captura las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio. Valores positivos de esta brecha implican presiones alcistas sobre la inflación provenientes del tipo de cambio. Esta brecha se calcula como la desviación de la tasa de cambio real frente a un componente tendencial no inflacionario estimado bajo la estructura económica del modelo 4GM.

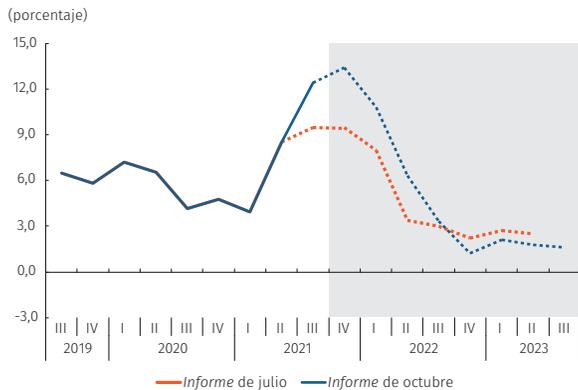
Fuente: Banco de la República.

en el IPC de esta canasta para el último trimestre del año, y su consecuente reversión en el primer trimestre de 2022⁸. Adicionalmente, el pronóstico del IPC de bienes SAR y el de servicios SAR tienen en cuenta las presiones externas mencionadas, las cuales serían de carácter transitorio y empezarían a diluirse a mediados de 2022. Estas afectarían al IPC de servicios SAR, principalmente a través de las comidas fuera del hogar, por cuenta del precio de los alimentos. El pronóstico del IPC de servicios SAR también recoge los cambios en la duración de los alivios sobre impuestos indirectos en las comidas fuera del hogar y los servicios de turismo y hoteleros, los cuales fueron prolongados para todo 2022 por la Ley de Inversión Social. Adicionalmente, incorpora el efecto de los mayores niveles de inflación sobre la indexación de algunos servicios con alta importancia en el IPC, como los arriendos. Con todo esto, la inflación básica cerraría en 2021 en el 2,5% y en 2022 en el 3,9%, punto a partir del cual empezaría su convergencia hacia el 3% (Gráfico 2.12). Es importante señalar que parte de la alta inflación básica esperada obedecería a choques de una sola vez asociados a la reversión de algunos alivios que deberían desaparecer más allá del horizonte de pronóstico. Finalmente, el comportamiento reciente de la tasa de cambio arroja una brecha del tipo de cambio real positiva y algo similar a la estimada en el informe anterior para 2021 (Gráfico 2.13), lo que estaría ejerciendo algunas presiones alcistas sobre los precios internos que tenderían a desvanecerse a finales de este año.

En el cuarto trimestre del año, la variación anual del IPC de alimentos seguiría creciendo y se ubicaría por encima de lo anticipado en el informe anterior, y en 2022 empezaría a ceder, cerrando dicho año por debajo del 2,0%. La variación anual del IPC de alimentos continuó creciendo en los últimos meses por encima de lo anticipado y se ubicó en septiembre en el 12,4%, generando importantes presiones alcistas sobre la inflación en Colombia. Lo anterior, como resultado de unas presiones externas mayores y más duraderas, asociadas a las dificultades mundiales en las cadenas de suministro, los altos precios de materias primas e importantes costos en el transporte, y a una oferta interna limitada. Tanto las presiones externas como las limitaciones de oferta interna, en especial en productos cárnicos y algunos perecederos afectados por las lluvias, se estarían prolongando por algunos meses más, lo que, unido a una relativa baja base de comparación estadística, haría que la variación anual del IPC de alimentos siga aumentando en lo que resta del año, para finalizar 2021 un poco por encima del 13,0%. No obstante, se supone que estas presiones deberían empezar a ceder lentamente en 2022 en la medida en que disminuyan los precios internacionales, lo cual, junto con condiciones climáticas que no se prevén desfavorables, permitirían que la variación anual del IPC de alimentos en el escenario central cierre en 2022 en el 1,2% y mantenga cifras alrededor del 2,0% en el

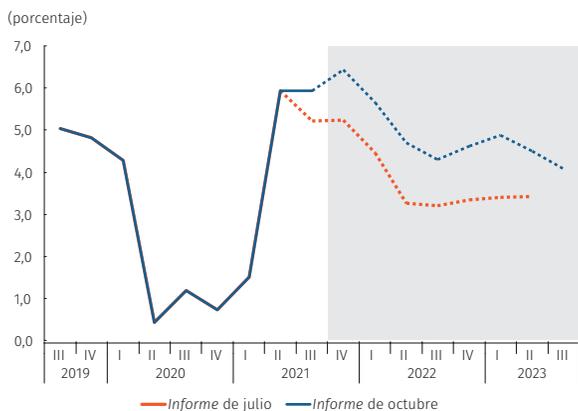
8 Cabe señalar que el efecto agregado de estos tres días sin IVA incorporado en la actual proyección es superior al que se estimó para el cuarto trimestre de 2020, cuando solo hubo un día sin IVA en noviembre. Este mayor efecto se deriva de la metodología de medición del IPC. Por otro lado, es importante mencionar que los pronósticos no contemplan días sin IVA desde 2022 en adelante, ya que aún no se conocen sus fechas ni el número total de estas jornadas (la Ley de Inversión Social menciona hasta tres días por año).

Gráfico 2.14
IPC de alimentos
(variación anual; fin de período)



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

Gráfico 2.15
IPC de regulados
(variación anual; fin de período)



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

Gráfico 2.16
Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa



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

resto del horizonte de pronóstico (Gráfico 2.14). Es importante señalar que las alzas recientes en varias materias primas como el petróleo, y las noticias que sugieren mayor continuidad de las complicaciones en las cadenas de suministro globales, no alcanzaron a ser contempladas en este pronóstico y suponen importantes riesgos al alza en el mediano plazo.

El IPC de regulados continuaría mostrando variaciones anuales relativamente altas en el horizonte de pronóstico, superiores a las previstas en el informe anterior, como consecuencia de una indexación a tasas mayores y la persistencia de las presiones externas. La variación anual del IPC de regulados ha mantenido niveles altos en los últimos meses, cercanos al 6,0%, reflejando principalmente una reversión más rápida que la prevista de los alivios de precios que se dieron el año pasado con la llegada de la pandemia, así como una transmisión no anticipada de costos asociados a inversiones realizadas por algunas empresas prestadoras de servicios públicos. La nueva proyección del IPC de regulados contempla mayores presiones alcistas que las del informe anterior, provenientes de los más altos niveles del IPC y del IPP, vía los mecanismos de indexación presentes en las fórmulas de tarifas de servicios públicos y otros servicios regulados. El pronóstico también supone presiones internacionales más prolongadas en los precios de los combustibles, que deberían impactar los precios internos. Con todo esto, la variación anual del IPC de regulados se mantendría en niveles un poco superiores al 6,0% a finales de 2021, para luego seguir una tendencia decreciente que la llevaría a caer entre el 4,0% y el 5,0% a finales de 2022 (Gráfico 2.15). Sin embargo, estos pronósticos no contemplan una transmisión completa de los precios internacionales de los combustibles a los precios internos, lo que, de suceder, llevaría a un aumento significativamente mayor en el IPC de regulados en los próximos años, dado el desfase actual entre estos precios internos y los que reflejarían los niveles tanto del precio internacional como del tipo de cambio.

Frente al informe de julio, las expectativas de inflación del mercado aumentaron, aunque para el mediano plazo se mantienen cercanas a la meta. Las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco aplicada entre el 7 y el 12 de octubre (Gráfico 2.16), registran una inflación total esperada para finales de 2021 y 2022 del 4,9% y del 3,5%, respectivamente, valores superiores a los de la encuesta de julio (en su orden, 3,7% y 3,3%). Las expectativas de inflación sin alimentos derivadas de estas encuestas también aumentaron, pero se sitúan en niveles cercanos a la meta y registran un 3,5% para el cierre de 2021 (antes 3,0%), y 3,2% para finales de 2022 (antes 3,1%). Por su parte, las expectativas estimadas con base en los bonos de deuda pública (*break even inflation*, BEI), ajustados por las primas de riesgo inflacionario y de liquidez⁹, muestran para

9 Las expectativas de inflación netas de primas se calculan como el diferencial de las tasas nominales y reales libres de riesgo extraídas de los mercados de deuda pública local a diferentes plazos (Abrahams et al., 2015; Espinosa et al., 2015). En este sentido, la denominada “prima por riesgo inflacionario” surge de restar la prima por término de la curva de TES en UVR a la prima a término de la curva de TES en pesos. Los diferenciales en estas primas a

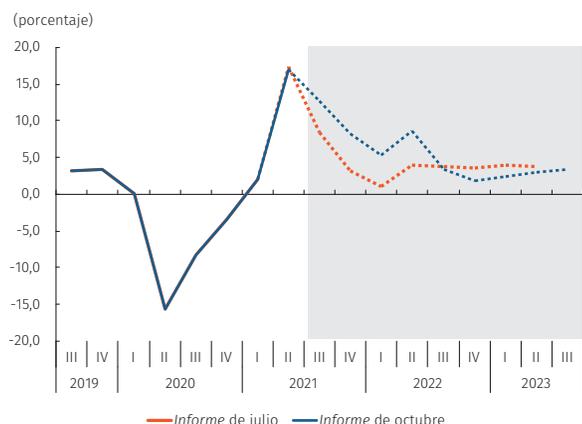
octubre¹⁰ unas expectativas de inflación que, a dos, tres y cinco años se ubican en 3,05 %, 3,17 % y 3,37 %, respectivamente.

2.2.2 Actividad económica

Los indicadores disponibles al tercer trimestre sugieren que el PIB habría ganado dinamismo después del impacto negativo que generaron los bloqueos y el tercer pico de la pandemia sobre la actividad económica (Gráfico 2.17). Acorde con lo esperado, el crecimiento del segundo trimestre (17,0 % anual en cifras desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario)¹¹ estuvo afectado por el tercer pico de la pandemia y los bloqueos viales en diferentes regiones del país, lo que llevó a un retroceso en la actividad económica en términos trimestrales. Estos choques negativos se habrían diluido y para el tercer trimestre, según lo sugieren los indicadores sectoriales disponibles, la economía habría retomado su senda de recuperación con un crecimiento anual del 12,7 %, significativamente mayor que el previsto en el informe de julio (8,4 %). El avance en el Plan Nacional de Vacunación y la correspondiente disminución en los contagios y las muertes asociadas con el Covid-19, una mayor adaptación de los consumidores a las condiciones que impone la pandemia y la rápida recuperación sectorial, facilitada por unas amplias condiciones financieras y de liquidez a tasas reales históricamente bajas, entre otros factores, estarían explicando este mejor resultado. De confirmarse esta estimación, el PIB anual habría alcanzado los niveles prepandemia en el tercer trimestre, antes de lo previsto en el informe anterior (Gráfico 2.18).

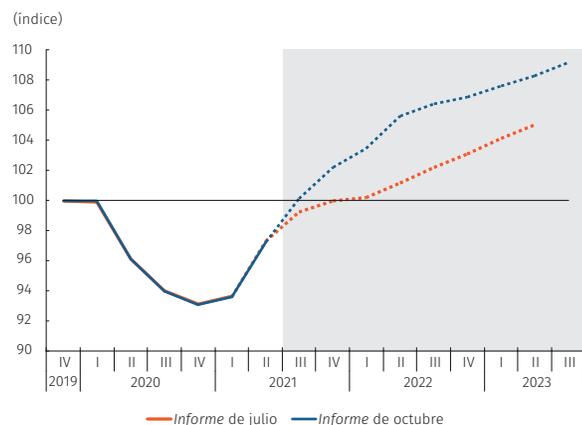
El crecimiento en el tercer trimestre habría seguido reflejando el buen desempeño de la demanda interna y, en particular, del consumo privado. Este componente habría continuado creciendo en el tercer trimestre tanto en términos anuales como trimestrales, alcanzando una tasa de expansión anual cercana al 20 % y mostrando niveles significativamente superiores a los registrados antes de la pandemia. A este comportamiento habría aportado sobre todo el gasto en servicios, cuyo importante dinamismo en el período abril-junio se espera que se haya mantenido en el tercer trimestre. Este pronóstico supone una contribución del consumo público menor que la observada en el segundo trimestre, que en parte obedecería a una disminución en el ritmo de compras de vacunas contra el Covid-19; aun así, el consumo público habría crecido a una tasa anual importante. Por otro lado, la inversión habría

Gráfico 2.17
PIB trimestral ^{a/}
(variación anual)



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

Gráfico 2.18
PIB, acumulado 4 trimestres ^{a/}
(índice, IV trimestre de 2019 = 100)



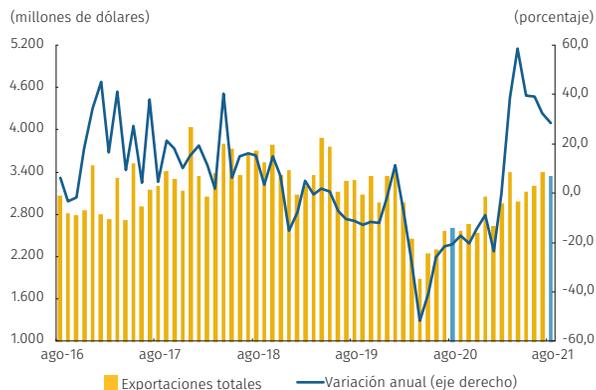
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario. Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

término pueden estar reflejando incertidumbre sobre la inflación a futuro, sin embargo, también pueden estar influenciados por fricciones particulares de cada mercado, como las preferencias de algunos agentes en invertir en cierto tipo de títulos. Finalmente, el componente de liquidez se calcula como el diferencial entre la prima por liquidez extraída de los TES en pesos y de los TES en UVR. Así, el BEI total calculado con esta metodología se puede descomponer entre las expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez.

10 Con información al 22 de octubre de 2021.

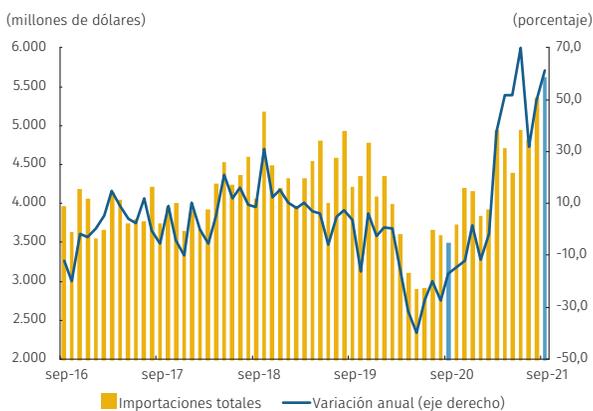
11 En series originales fue 17,6 %.

Gráfico 2.19
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



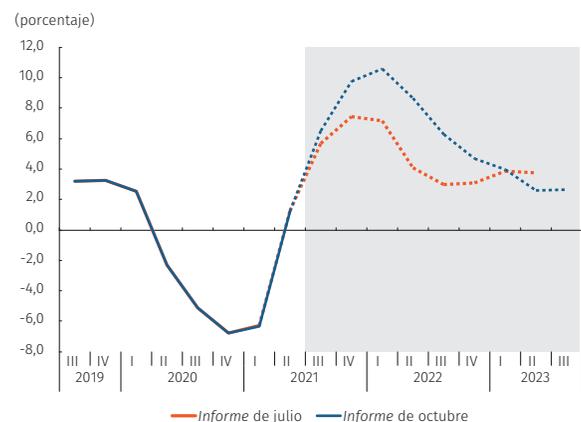
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.20
Importaciones totales de bienes (CIF)
(mensual)



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

Gráfico 2.21
PIB, acumulado 4 trimestres^{a/}
(variación anual)



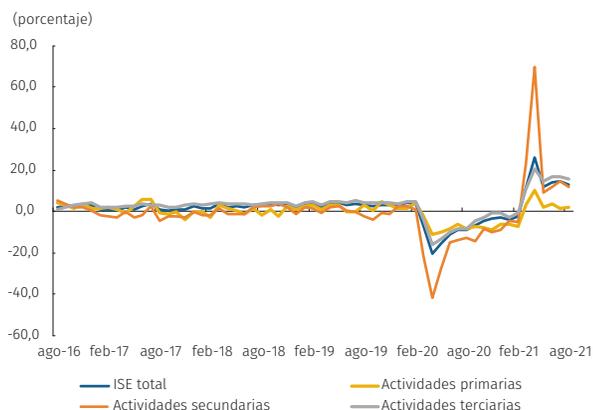
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

recuperado parte del nivel perdido en el segundo trimestre, pero habría continuado rezagada con respecto a los valores prepandemia, principalmente en construcción. Por componentes, la inversión en maquinaria y equipo habría registrado una expansión anual y trimestral significativa, según lo sugieren las cifras de importaciones a septiembre (provenientes de los avances de comercio exterior de la DIAN), mientras que la inversión en vivienda y en otros edificios y estructuras apenas habría recuperado los niveles observados en el primer trimestre de este año, manteniéndose muy por debajo de los registros observados en 2019. En conjunto, la demanda interna habría presentado una expansión anual mayor que la del PIB en el tercer trimestre (del 16,2% frente al 12,7% del PIB), con un nivel que supera ampliamente lo observado antes de la pandemia.

El deterioro que se observó en el déficit en pesos reales de la balanza comercial durante el segundo trimestre se habría mantenido en el tercero, dada la escasa recuperación que habrían mostrado las exportaciones y el fuerte dinamismo registrado por las importaciones. En el tercer trimestre las exportaciones habrían mostrado una recuperación modesta, como lo sugiere la información definitiva a agosto y provisional a septiembre (de los avances de la DIAN) (Gráfico 2.19), lo que mantendría sus niveles significativamente por debajo de los observados antes de la pandemia. La expansión entre trimestres estaría explicada sobre todo por el buen desempeño de las ventas externas de café, bienes no tradicionales y servicios. No obstante, las de petróleo y carbón continuaron bajas, lo que limitó la expansión de las exportaciones totales. Con respecto a las importaciones, después del fuerte incremento observado en el segundo trimestre (que las situó en valores por encima a los de prepandemia), se espera una moderación en el crecimiento durante el tercero, teniendo en cuenta la información disponible en los avances de la DIAN a septiembre (Gráfico 2.20). El aumento entre trimestres estaría explicado principalmente por las compras de bienes de consumo y de capital. También habría sido impulsado por una importante adquisición de vacunas contra el Covid-19, aunque no tan grande como la del segundo trimestre. Con todo lo anterior, el déficit externo en pesos constantes se habría mantenido en niveles históricamente altos, y refleja en gran medida la recuperación de la demanda interna privada.

La revisión al alza en el pronóstico del PIB del tercer trimestre, explicada por una demanda interna más dinámica que la prevista en el informe anterior, también contribuyó a incrementar la cifra esperada para todo 2021 (Gráfico 2.21). Este pronóstico supone que se continúa ejecutando el Plan Nacional de Vacunación, que reduciría la incidencia del Covid-19 tanto en contagios como en fallecimientos, y que no se requerirían nuevas restricciones de movilidad. También supone que continúa la plena reapertura de sectores económicos rezagados, en un entorno de una mejor adaptación de los agentes económicos a las condiciones que impone la pandemia. Bajo estos supuestos, la recuperación de la demanda interna continuaría en el cuarto trimestre, pese a que este proceso continuaría siendo dispar entre sectores y se seguiría dando con una menor dinámica del empleo frente a la del producto

Gráfico 2.22
ISE total y por sectores de actividad^{a/, b/}
(variación anual)



a/ Actividades primarias: agricultura, caza, silvicultura y pesca; y explotación de minas y canteras. Actividades secundarias: industrias manufactureras y construcción. Actividades terciarias: suministro de electricidad, gas y agua; comercio, reparación, transporte y alojamiento; información y comunicaciones; actividades financieras y de seguros; actividades inmobiliarias; actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades de servicios administrativos y de apoyo; administración pública y defensa, educación y salud; actividades artísticas y de entretenimiento.

b/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

y de la inversión con respecto al consumo. En particular, el índice de seguimiento a la economía (ISE) (Gráfico 2.22) revela comportamientos dispares en distintas ramas de actividad productiva. A la dinámica de recuperación deberían contribuir una política monetaria que seguiría siendo expansiva en lo que resta del año, una disponibilidad de ahorro por parte de los hogares mayor que la usual y un buen comportamiento de las remesas. Adicionalmente, en el frente externo se prevé un mejor desempeño de las exportaciones del país hacia finales de año, dados unos términos de intercambio y crecimiento de los socios comerciales favorables. Con todo lo anterior, en este informe se proyecta un crecimiento del PIB para 2021 del 9,8%, cifra superior a la prevista en el informe de julio (7,5%).

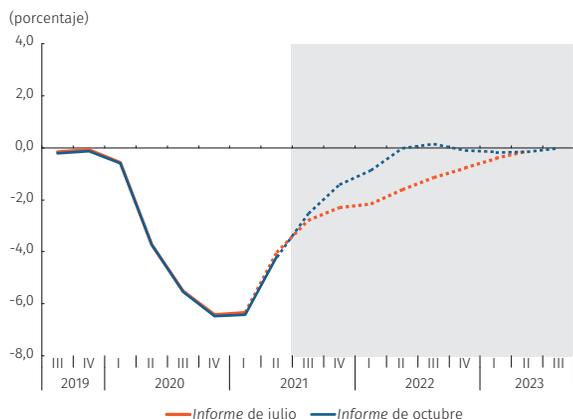
La economía colombiana se desaceleraría en 2022 y registraría ritmos de aumento más cercanos al crecimiento de largo plazo del producto. La base baja de comparación del primer semestre de 2021, la recuperación de la inversión a niveles cercanos a la prepandemia, unos términos de intercambio que seguirían siendo favorables y la recuperación esperada de la actividad mundial explicarían gran parte del crecimiento económico en 2022. Pese a la moderación del ritmo de crecimiento, este ascendería al 4,7% en el escenario central, cifra significativamente superior a la prevista en el informe de julio (3,1%). La nueva cifra de crecimiento tiene en cuenta una base baja de comparación en la primera mitad de 2021 y su revisión al alza obedece, principalmente, a la tracción generada por la notable recuperación de la actividad económica en la segunda mitad del presente año. Este pronóstico supone que parte de los aumentos en consumo de la segunda mitad de 2022 serían transitorios y reflejarían algo de demanda represada, soportada en el ahorro de los hogares durante los últimos dos años. No obstante, sus niveles se mantendrían sostenidos por unos ingresos de las familias que continuarían recuperándose, en la medida en que el empleo siga mejorando y disminuya su rezago con respecto al avance observado en el nivel de actividad económica. Adicionalmente, el pronóstico de crecimiento para el próximo año contempla que el mayor impulso a la demanda provendría de la inversión, principalmente en construcción, cuyo rezago respecto a los niveles prepandemia se superaría en 2022. Lo anterior, dadas las altas ventas de vivienda efectuadas en lo corrido de 2021, el impulso proveniente del programa de vivienda VIS, la ejecución y finalización de obras de infraestructura ya presupuestadas y un aumento de la inversión en el sector mineroenergético, todo lo cual debería comenzar a reflejarse en una mayor actividad constructora en el siguiente año. Al aumento del pronóstico también contribuyó una revisión al alza en el precio esperado para el petróleo y otras materias primas en 2022, lo que debería estimular diferentes segmentos del gasto tanto privado como público. Por su parte, las exportaciones continuarían impulsadas por la recuperación gradual de la demanda externa, por el aumento en las cantidades producidas de materias primas, como el petróleo y el carbón, y por la recuperación proyectada de la demanda de servicios de turismo por parte de extranjeros. Así, la mayor dinámica esperada de las exportaciones respecto a las importaciones se reflejaría en una reducción del déficit comercial de bienes y servicios que aportaría al crecimiento de 2022. El escenario central supone que el Covid-19 no tiene

efectos negativos adicionales sobre el producto, una política monetaria que se mantendría en terreno expansivo y unas condiciones financieras internacionales amplias. Asimismo, esta proyección incluye la estimación preliminar del equipo técnico de los efectos que tendría sobre la demanda agregada una reforma fiscal similar a la Ley de Inversión Social aprobada por el Congreso.

A partir de la reciente evolución del mercado laboral, así como de las previsiones en materia de actividad económica, se estima que la tasa de desempleo nacional continúe descendiendo gradualmente, para terminar 2021 alrededor del 12,2% y ubicarse entre el 10,0% y el 13,0% en promedio en 2022. Después de un primer semestre estancado, la ocupación volvió a crecer en julio y agosto, jalonada en mayor medida por el empleo rural y el de ciudades intermedias. En las ciudades principales el empleo crece de manera gradual, impulsado sobre todo por el segmento formal. Por su parte, en ausencia de restricciones a la movilidad y con la reapertura gradual de las instituciones educativas y de cuidado, se observó un repunte de la participación laboral, luego de su caída en el segundo trimestre. A pesar de lo anterior, el crecimiento de la ocupación fue mayor que el de la participación, permitiendo que las tasas de desempleo (TD) continuaran descendiendo y en agosto se ubicaran en su nivel más bajo desde el inicio de la pandemia. No obstante, aunque la demanda laboral ha mostrado una corrección importante, aún se mantiene en niveles por debajo de lo registrado antes de la pandemia (véase capítulo 3). A partir de estas observaciones y del escenario de pronóstico macroeconómico contemplado en este informe, el equipo técnico estima que la TD nacional continuaría disminuyendo en lo que resta de 2021, y se ubicaría en el cuarto trimestre alrededor del 12,2%. De esta manera, su nivel promedio para todo 2021 estaría entre el 13,3% y el 14,0%, con un valor más probable del 13,6%. Esto significa una corrección a la baja frente al rango estimado en el informe de julio (entre 13,7% y 15,0%). Para 2022 se estima que la TD mantendría un ritmo paulatino de descenso y, en promedio, se ubicaría en un rango entre el 10,0% y el 13,0%, con 11,4% como estimación más probable. Cabe señalar que estas proyecciones se siguen dando en un contexto de alta incertidumbre, puesto que pueden variar dependiendo de los factores de riesgo señalados en este informe.

La economía colombiana continúa presentando excesos de capacidad productiva. Sin embargo, dada la mayor velocidad de la recuperación económica observada y proyectada, estos excesos se reducirían de manera importante y antes de lo previsto en el informe de julio. Desde el inicio de la pandemia, los amplios excesos de capacidad productiva han sido el resultado de choques negativos que han afectado en mayor medida a la demanda agregada que a la oferta de la economía. Así lo sugiere la desaceleración de los precios de algunos bienes y servicios que no fueron cobijados por reducciones de impuestos u otro tipo de alivios, y sus aumentos recientes por debajo de la meta, pese a la recuperación de la demanda. En la misma dirección apunta un mercado laboral que se ha mantenido holgado. Sin embargo, la información más reciente de actividad económica muestra una recuperación del PIB en lo corrido del año más fuerte que la anticipada, la cual ha estado soportada en mayor medida por el buen dinamismo de la demanda interna, y en particular del consumo privado, el cual ya registra niveles significativamente superiores a los de la prepandemia. El nivel del ISE terciario, conformado principalmente por servicios, supera los valores observados en 2019 y ratifica este comportamiento. Asimismo, en los últimos meses, rubros de la inflación básica relacionados con servicios comenzaron a registrar aumentos mayores que los esperados por el equipo técnico y, aunque la inflación básica todavía se encuentra por debajo de la meta, ha empezado a acelerarse. Todos estos factores en conjunto apuntan a una reducción de los excesos de capacidad productiva más rápida que la proyectada en informes pasados (Gráfico 2.23). Dado lo anterior, en este informe se estima que la brecha del producto anual hacia finales de 2021 se situaría en -1,4% (frente al -2,3% estimado en julio), y que se cerraría hacia finales de 2022 o principios de 2023 (antes que lo proyectado en julio). Lo anterior implicaría un

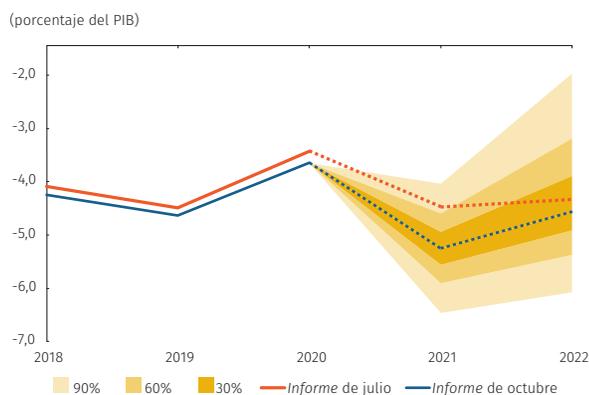
Gráfico 2.23
Brecha del producto ^{a/}
(acumulado 4 trimestres)



a/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.24
Cuenta corriente anual ^{a/,b/}



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para los años 2021 y 2022. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), usando como referencia, principalmente, las densidades del Patacón.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del informe de octubre de 2021.

Fuente: Banco de la República.

producto potencial que se estaría recuperando a una mayor velocidad y que crecería en 4,2% en 2021. Cabe señalar que la medición de los efectos de la pandemia y otros choques sobre la demanda agregada, el producto potencial y, por ende, la brecha del producto sigue rodeada de una alta incertidumbre, cuyos factores de riesgo se describen en la sección 2.3 de este informe.

2.2.3 Balanza de pagos

En 2021 se espera una expansión del déficit en la cuenta corriente al 5,3% del PIB¹², reflejo, principalmente, del mayor crecimiento previsto para la demanda interna (Gráfico 2.24).

El crecimiento de las importaciones durante el año estaría explicado por la recuperación del consumo y la inversión y, en menor medida, por el repunte de los viajes de colombianos al exterior y las compras de vacunas contra el Covid-19. Además, los elevados costos internacionales del transporte marítimo de mercancías y precios mundiales de productos e insumos, originados entre otras razones por las interrupciones en las cadenas de suministro globales, aumentarían el valor nominal de las compras externas. El déficit de la cuenta corriente se ampliaría también por el repunte anual esperado de las utilidades de las empresas con participación accionaria extranjera, consecuencia tanto de la mayor actividad económica como de los altos precios del carbón y el petróleo. Por su parte, los ingresos externos del país se recuperarían durante el año, contrarrestando de forma parcial las presiones sobre el desbalance externo. Las mayores cotizaciones de los productos exportados, en las que sobresalen las del petróleo, carbón, café y productos industriales, junto con la recuperación de la demanda externa por el mayor crecimiento de los socios comerciales, explicarían buena parte del repunte. Adicionalmente, las remesas de trabajadores, que han registrado valores históricamente elevados en el año, además de la recuperación incipiente de los arribos de turistas internacionales al país, contribuirían al incremento anual de los ingresos externos. Desde el punto de vista del balance ahorro-inversión, el aumento anual del déficit corriente en 2021 reflejaría menores tasas de ahorro neto del sector privado, acorde con el mayor ritmo de expansión previsto para el consumo y la inversión, en un entorno en el que el desbalance del sector público se ha mantenido elevado. De esta forma, el déficit en 2021 se proyecta en el 5,3% del PIB (USD 16.583 m) e incluye una revisión al alza frente al informe de julio (4,5% del PIB).

12 Para el tercer trimestre de 2021 el déficit de la cuenta corriente representaría alrededor del 6,5% del PIB trimestral, ampliándose frente a lo registrado en el mismo período de 2020 y en el segundo trimestre de 2021 debido, principalmente, a los mayores desbalances en el comercio de bienes y servicios y en la renta de los factores. Lo anterior en un contexto de recuperación económica, de altos costos de transporte de bienes y de mayores egresos por turismo, y a pesar de que las remesas habrían continuado mostrando crecimientos significativos.

Para 2022 el déficit de la cuenta corriente se estima en 4,6% del PIB (USD 15.546 m), el cual sería menor al estimado para 2021¹³. Dentro de los principales elementos que determinarían la corrección del desbalance externo se encuentran el repunte adicional de las exportaciones, en un escenario en el que los precios de los principales productos continuarían elevados, los choques negativos a la producción de petróleo y carbón acontecidos en 2021 se diluirían parcialmente y la demanda externa continuaría expandiéndose. Además, se supone una normalización gradual de los ingresos netos por turismo, de los costos del transporte internacional y de los problemas en las cadenas globales de suministro, así como menores importaciones asociadas a vacunas contra el Covid-19. Esta corrección anual del déficit se daría en medio de un menor desbalance fiscal. Pese a lo anterior, el déficit de la cuenta corriente se mantendría relativamente elevado debido, en parte, a que el crecimiento de la demanda interna continuaría impulsando el gasto importador y las utilidades de las empresas con inversión extranjera, aunque a ritmos más moderados. Conjuntamente, se prevé una menor dinámica de los ingresos por remesas de trabajadores. Es importante señalar que las proyecciones para 2021 y 2022 presentan alta incertidumbre, vinculada a cambios en las perspectivas de crecimiento económico local y de los principales socios comerciales del país, y a la evolución de los precios de los productos exportados y de las tarifas de transporte en el comercio internacional, entre otros factores.

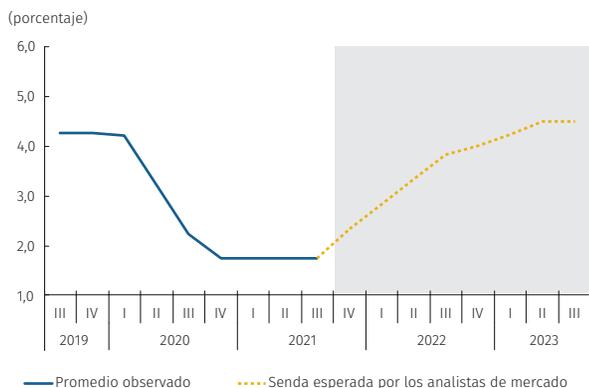
El país contaría con acceso a los mercados de capitales globales en el horizonte de pronóstico, aunque bajo unas condiciones financieras menos holgadas. Los flujos de capitales continuarían aportando al financiamiento externo del país, impulsados por el repunte económico interno y mundial y por los altos precios de los productos mineroenergéticos. Se espera que la senda de recuperación de la inversión extranjera directa (IED) se mantenga, incrementando progresivamente su importancia en la financiación del déficit corriente, y que los capitales obtenidos por el sector público continúen siendo una fuente significativa de recursos externos. La financiación al sector público, concentrada en instrumentos de largo plazo, alcanzaría niveles altos en 2021, pero se moderaría en 2022 con la reducción prevista del déficit fiscal. Dadas las perspectivas para los flujos por IED y de financiamiento del sector público, se esperaría que el sector privado incrementara su saldo de activos externos netos diferentes a las inversiones directas, dinámica que podría responder tanto a la constitución de nuevos activos como a la liquidación de pasivos en el exterior. Vale la pena mencionar que aumentos en el costo de financiamiento externo o reducciones del crecimiento económico o en los precios de los productos básicos de exportación generan riesgos en los supuestos de la cuenta de capitales. En particular, la incertidumbre sobre el costo de financiamiento del país se asocia a un ajuste de la liquidez en los Estados Unidos, a una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, o a un incremento de las primas de riesgo locales.

2.2.4 Política monetaria y tasas de interés esperadas por los analistas

La mediana de la tasa de interés de política esperada por los analistas a finales de 2021 y 2022 se ubica en el 2,3% y 4,0%, respectivamente (Gráfico 2.25). En la encuesta mensual de expectativas realizada por el Banco de la República y aplicada a los analistas en octubre, la mediana de las respuestas ubica la tasa de interés de intervención en el 2,3% para el promedio del cuarto trimestre de 2021 (2,5% para la mediana del cierre de diciembre de 2021). La encuesta señala que la tasa de política se situaría en el 2,8% a comienzos de 2022 y que cerraría en 4,0% a finales de dicho año. A finales del horizonte de pronóstico (ocho trimestres), la mediana de los analistas se ubica en 4,5%. En el horizonte de pronóstico el equipo técnico

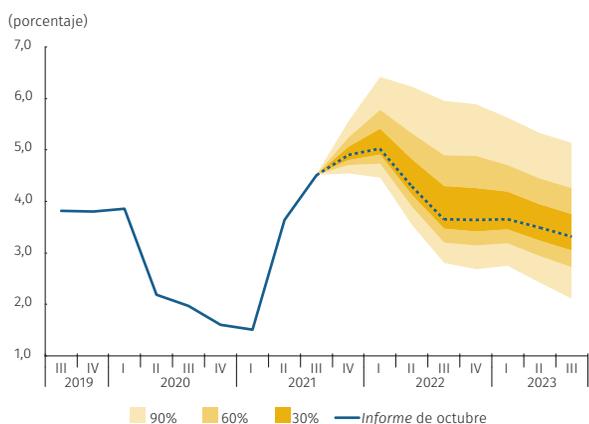
¹³ En el informe de julio de 2021 la estimación del déficit de la cuenta corriente ascendía al 4,3% del PIB para 2022.

Gráfico 2.25
Tasa de interés de política promedio trimestral observada y 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 2021.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.26
Índice de precios al consumidor, densidad predictiva ^{a/} (variación anual, fin de período)



	IV trim. 2021	IV trim. 2022	III trim. 2023
Moda	4,87	3,64	3,32
< Moda	29,7%	26,3%	37,1%
Intervalos			
< 2	0,0%	0,9%	3,8%
2 -- 4	0,0%	38,3%	62,4%
> 4	100,0%	60,8%	33,6%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

anticipa una mayor senda de inflación, en gran medida debido a choques transitorios de oferta y menores excesos de capacidad productiva que lo anticipado en el *Informe de Política Monetaria* de julio, lo cual es compatible con un sendero esperado de tasas de interés de referencia que, en promedio, es algo mayor que el implícito en el informe anterior y que el esperado por los analistas del mercado en octubre del presente año. Al igual que en los informes anteriores, en el horizonte de pronóstico aún persiste un alto nivel de incertidumbre sobre la intensidad y la persistencia de los choques que estarían afectando la evolución de la actividad económica y la inflación. Particularmente, los choques de costos y las disrupciones en las cadenas globales de producción, las condiciones financieras internacionales, la dinámica de la oferta y la demanda agregada, y el tamaño de los excesos de capacidad productiva en el horizonte de pronóstico son elementos que deben ser evaluados cuidadosamente en cada momento con base de la información disponible.

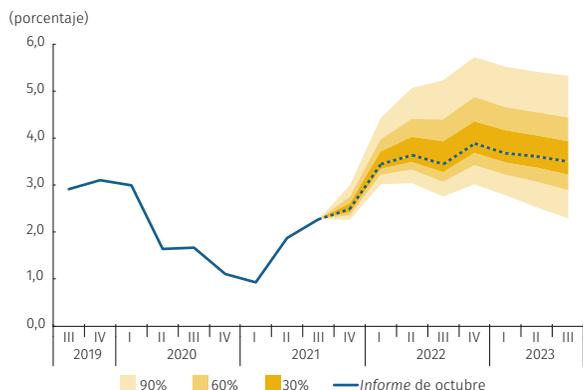
2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

El pronóstico macroeconómico sigue estando caracterizado por un alto grado de incertidumbre. Para reflejar el balance de riesgos del pronóstico, en esta sección se señalan los principales elementos, en orden de importancia, incluidos en los ejercicios de densidades predictivas (DP) considerados por el equipo técnico en el *Informe de Política Monetaria*¹⁴.

En primer lugar, existen presiones de costos relacionadas con los precios de las materias primas y el transporte que podrían ser más pronunciadas y duraderas de lo contemplado en el escenario central (riesgo al alza en la inflación). El ejercicio de DP incluye una mayor incertidumbre asociada con los precios internacionales de las materias primas y con la disrupción de las cadenas globales de producción y transporte, lo cual podría impactar de forma más prolongada los costos de producción y sesgar al alza los precios locales. En este contexto, la inflación básica (SAR) presentaría un sesgo al alza en el horizonte de pronóstico ante el impacto de los anteriores choques sobre la canasta de bienes. Otros factores que generarían riesgos al alza en la inflación SAR se encuentran asociados con una recuperación más dinámica de las actividades de turismo y entretenimiento, mayores precios de las comidas fuera del hogar y el riesgo de una indexación de arriendos a niveles más altos que en el escenario central. Adicionalmente, en el balance de riesgos sobre la inflación básica se incorpora la incertidumbre acerca del efecto de los días sin IVA en el último trimestre de 2021 y las fechas de su realización en el siguiente año. En los precios de alimentos y regulados se incluyen sesgos al alza a lo largo de 2022. El grupo de alimentos incorpora el riesgo al alza en el precio de perecederos y procesados por

14 Los detalles técnicos sobre la construcción del balance de riesgos a través del ejercicio de DP se encuentran en el documento “Caracterización y comunicación del balance de riesgos de los pronósticos macroeconómicos: un enfoque de densidad predictiva para Colombia” (Mendez-Vizcaino et al., 2021) y en el Recuadro 1 del *Informe de Política Monetaria* de julio de 2021.

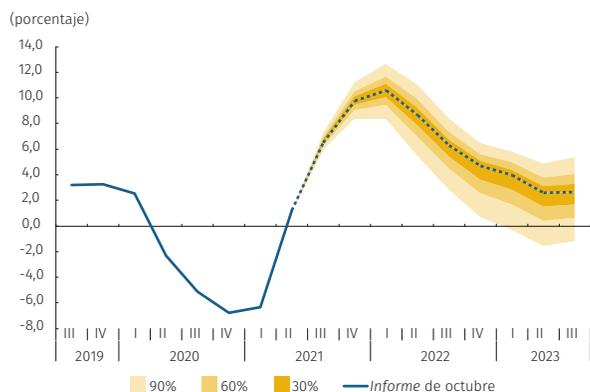
Gráfico 2.27
IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva ^{a/}
(variación anual, fin de período)



	IV trím. 2021	IV trím. 2022	III trím. 2023
Moda	2,48	3,88	3,50
< Moda	26,2%	27,3%	38,0%
Intervalos			
< 2	0,1%	0,2%	2,4%
2 -- 4	99,9%	32,0%	57,2%
> 4	0,0%	67,7%	40,3%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM. Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.28
PIB, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva ^{a/, b/}
(variación anual)



	IV trím. 2021	IV trím. 2022	III trím. 2023
Moda	9,78	4,67	2,62
< Moda	50,0%	72,6%	61,2%
Intervalos			
< 2	0,0%	18,4%	48,9%
2 -- 5	0,0%	60,3%	44,0%
5 -- 8	1,9%	20,7%	6,9%
> 8	98,1%	0,5%	0,1%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM. b/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario. Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

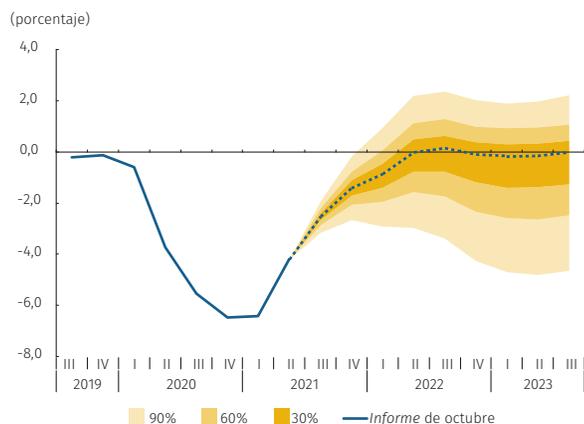
los posibles mayores costos de las materias primas e insumos (fertilizantes, abonos, entre otros), así como el riesgo de mayores presiones al alza derivadas de los precios internacionales de los alimentos. En los regulados se considera el riesgo de un mayor ajuste en el precio de los combustibles (dada la brecha frente a los precios internacionales), y en las tarifas energéticas, así como el riesgo de una indexación de servicios públicos y educación regulada a una inflación más alta que en el escenario central.

En segundo lugar, se incluyen sesgos a la baja en el consumo y la inversión en 2022 para capturar el riesgo de que los factores que han incidido favorablemente en la actividad económica reciente y la recuperación de la demanda agregada sean más transitorios e incorporar el riesgo proveniente de nuevas olas de contagio de la pandemia (riesgo a la baja en crecimiento e inflación). Se considera una alta incertidumbre sobre los pronósticos de corto plazo del PIB en lo que resta de 2021. Se incluyen sesgos a la baja en 2022 sobre el consumo para reflejar el riesgo de que la dinámica del gasto privado de la segunda parte de 2021 corresponda a una demanda represada que se financia con el ahorro acumulado durante la pandemia, el cual se agota y no permite mantener el ritmo de gasto a lo largo del siguiente año. Por otra parte, se mantienen los factores de riesgo a la baja asociados con la evolución de la pandemia, dado que no se pueden descartar del todo nuevas olas de contagio, de magnitud y duración inciertas, que retrasen el restablecimiento de la actividad económica y que conduzcan a un crecimiento más bajo que el proyectado en el escenario central. Para 2022 el crecimiento también está sesgado a la baja por los posibles efectos sobre las decisiones de inversión de las medidas tributarias, así como la incertidumbre política propia de un año electoral.

En tercer lugar, los factores de riesgo externo señalan la posibilidad de que las condiciones financieras internacionales sean menos favorables que en el escenario central (riesgo a la baja en el crecimiento y al alza en la inflación). En el comportamiento esperado de los socios comerciales existen riesgos a la baja en 2022 debido a la posibilidad de un crecimiento menos dinámico que lo esperado en los Estados Unidos, China y otros países de la región. Al mismo tiempo, los datos recientes de inflación en los Estados Unidos sugieren presiones inflacionarias sesgadas al alza, lo que implica un sesgo en la misma dirección para la tasa de la Reserva Federal. Adicionalmente, la dinámica reciente de las primas de riesgo en los países emergentes, el deterioro en sus niveles de endeudamiento y la incertidumbre fiscal se trasladan al riesgo de unas condiciones de financiamiento externo más apretadas que en el escenario central (ver Anexo 3). La dirección de estos riesgos externos se traduce en sesgos a la baja en la actividad económica y al alza en la inflación.

En síntesis, en el horizonte de pronóstico el balance de los anteriores riesgos muestra un sesgo al alza en la proyección de la inflación, y a la baja en el pronóstico de crecimiento del PIB y de la brecha de producto (gráficos 2.26, 2.27, 2.28 y 2.29). Considerando los factores de riesgo y sesgos ya expuestos, la inflación se situaría en un rango entre el 4,6% y el 5,6% en

Gráfico 2.29
Brecha del producto, densidad predictiva ^{a/, b/}
(acumulado 4 trimestres)



	IV trim. 2021	IV trim. 2022	III trim. 2023
Moda	-1,4	-0,1	0,0
< Moda	50,0%	69,8%	71,4%
Intervalos			
< -1	70,1%	52,1%	54,3%
-1 -- 0	26,4%	19,9%	17,8%
> 0	3,4%	27,9%	27,8%

a/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM.

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

2021 y entre el 2,7% y el 5,9% en 2022, con un 90% de probabilidad, mientras que la inflación básica, con el mismo grado de certeza, se ubicaría al final de 2021 entre el 2,3% y el 3,0%, y en 2022 entre el 3,0% y el 5,7%. Por su parte, el crecimiento del PIB presenta un sesgo a la baja y se estima en un rango entre el 8,4% y el 11,2% para 2021 y entre el 0,7% y el 6,5% para 2022.

03 / Situación económica actual

3.1 Comportamiento de la inflación y precios

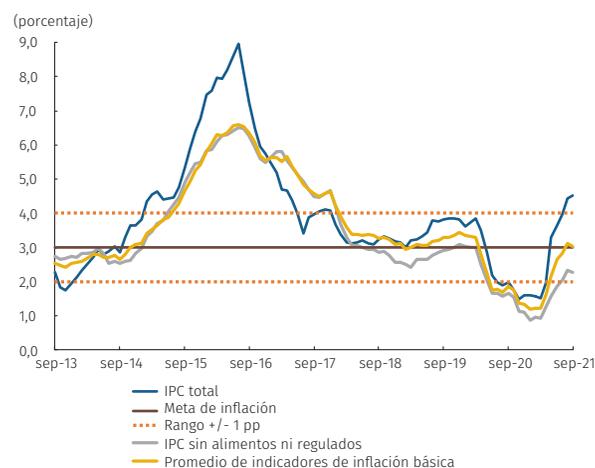
La inflación anual al consumidor mantuvo una tendencia alcista durante el tercer trimestre, como resultado de presiones externas crecientes, a las cuales se han sumado presiones internas por factores de oferta y recuperación de la demanda.

La inflación anual al consumidor se situó en septiembre en el 4,51%, al aumentar de manera importante y más de lo previsto frente a la cifra de junio (3,63%) (Gráfico 3.1). Las presiones inflacionarias provenientes del contexto internacional y, en particular, las disrupciones en las cadenas de suministro, así como la tendencia al alza de los precios internacionales de los bienes básicos y los costos de transporte y logísticos, continuaron transmitiéndose a la inflación al consumidor en Colombia vía los precios de los alimentos, principalmente. Sin embargo, dichas presiones empezaron a repercutir también en aumentos en otras canastas, como la de bienes (sin alimentos ni regulados: SAR), replicando las tendencias observadas en otros países. Las presiones externas también han afectado la canasta de servicios (SAR) por medio de las comidas fuera del hogar, y la de regulados mediante el precio de los combustibles (véase Recuadro 1). En el tercer trimestre se mantuvieron, en menor medida, algunas presiones de oferta interna generadas por los bloqueos viales en el marco del paro nacional del mes de mayo y por particularidades en el ciclo de producción agropecuario en Colombia. A lo anterior se sumaron algunas alzas, sobre todo en la canasta de servicios, relacionadas con la reactivación de la demanda en un entorno de limitaciones de aforo todavía importantes para algunos sectores.

La inflación anual sin alimentos ni regulados también siguió aumentando en el tercer trimestre como consecuencia de las presiones externas señaladas y de la reactivación de la demanda en sectores que fueron muy afectados por la pandemia. Esto, se ha dado en el entorno de una disminución mayor que la prevista en los excesos de capacidad productiva.

La inflación básica, aproximada como la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) SAR, aumentó en el tercer trimestre (del 1,87% en junio al 2,28% en septiembre), al igual que lo hizo el promedio de todos los indicadores de inflación básica (del 2,64% en junio al 3,03% en septiembre) (Gráfico 3.1). Como se mencionó en el informe anterior, a lo largo del año diversos choques de oferta provenientes del exterior vienen presionando la inflación básica. A dichos factores externos se habrían empezado a sumar, en el tercer trimestre, algunas presiones alcistas originadas en la reactivación económica, la cual estaría siendo más dinámica que la prevista en informes anteriores y ha llevado a una disminución en los excesos de capacidad productiva más rápida que la anticipada. Adicionalmente, la depreciación acumulada en los últimos meses también estaría contribuyendo a las alzas de precios en diversos bienes. Las presiones alcistas sobre la inflación básica originadas en una demanda más dinámica y en la depreciación del

Gráfico 3.1
IPC e indicadores de inflación básica
(variación anual)



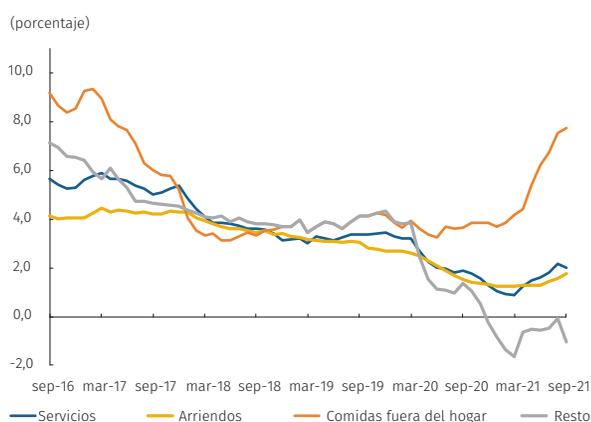
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 3.2
IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.3
IPC de servicios, sin alimentos ni regulados y sus
componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

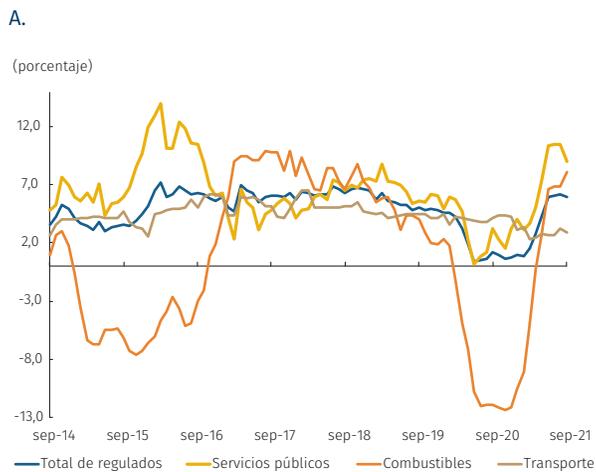
tercer trimestre habrían estado parcialmente compensadas por choques transitorios a la baja en unos pocos rubros.

El aumento en la variación anual del IPC de bienes siguió siendo el resultado de las interrupciones en las cadenas globales de suministro que han sido exacerbadas por algunas presiones de demanda puntuales. El ajuste en las variaciones anuales de los precios de los bienes a lo largo de este año ha venido aumentando, cerrando septiembre (2,97%) por encima del registro de junio (2,57%) (Gráfico 3.2). Además de la presión de demanda puntual sobre algunos medios de transporte (en especial motocicletas y bicicletas durante el tercer trimestre), los precios de los bienes se han visto impulsados al alza por cuellos de botella en las cadenas de suministro, en particular, por la escasez de materias primas como el hierro y el acero, así como por la limitada disponibilidad de microprocesadores que tiene atrasada la producción de vehículos, electrodomésticos y aparatos electrónicos en el mundo. A su vez, los precios de los bienes han incorporado el mayor costo de transporte, asociado con el incremento inusitado de los fletes, la escasez de contenedores y demoras en los puertos de embarque e, incluso, cierres parciales en algunos puertos en China por rebotes del virus del Covid-19.

La tendencia alcista en los precios de los servicios registrada durante el tercer trimestre está asociada principalmente con el incremento de precios en arriendos y en las comidas fuera del hogar. La variación anual siguió aumentando de manera gradual en el tercer trimestre, pasando del 1,6% en junio al 2% en septiembre. Estos aumentos pueden atribuirse, en parte, a la reactivación de la demanda, y pudieron haber sido mayores de no haber sido parcialmente compensados por choques a la baja sobre la inflación, relacionados con la gratuidad decretada a partir de septiembre para la educación superior pública¹⁵. Arriendos, rubro que pesa la mitad de la subcanasta de servicios, presentó una dinámica alcista por encima de lo previsto. Este repunte se explica porque en la renovación de contratos se están recuperando las rebajas otorgadas en 2020 y porque a los nuevos inquilinos se les están incrementando los precios. En el tercer trimestre el aumento en los precios en las comidas fuera del hogar también explicó la tendencia alcista en el IPC de servicios (Gráfico 3.3). Este rubro se ha visto afectado, principalmente, por el incremento en los precios de los alimentos y por aumentos en los servicios públicos, así como por la destrucción de la oferta, producto del cierre de muchos establecimientos (según lo ha informado el gremio de la industria gastronómica). Asimismo, la recuperación de la demanda por cuenta del retorno progresivo a la normalidad y la mayor disposición por parte de los consumidores de volver a los restaurantes ha constituido un factor al alza en las comidas fuera del hogar. Adicionalmente, la variación anual del IPC de servicios aumentó también por una base baja de comparación frente al mismo período del año pasado en algunos rubros. Por último, conviene señalar que los ítems de turismo

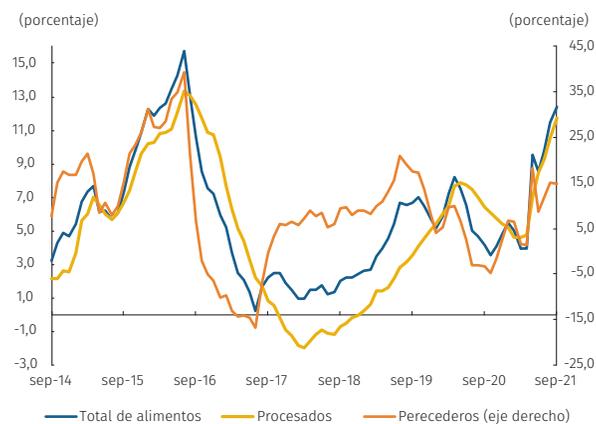
¹⁵ La Ley de Inversión Social amplió los beneficios para la gratuidad de la educación superior pública que se tradujo en una disminución en el IPC de educación superior en septiembre. Esta rebaja en el nivel de precios es permanente pero el impacto sobre la inflación es transitorio.

Gráfico 3.4
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



a/ Incluye cuotas moderadoras EPS, certificados/documentos administrativos y pago de honorarios.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.5
IPC de alimentos por grupos y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

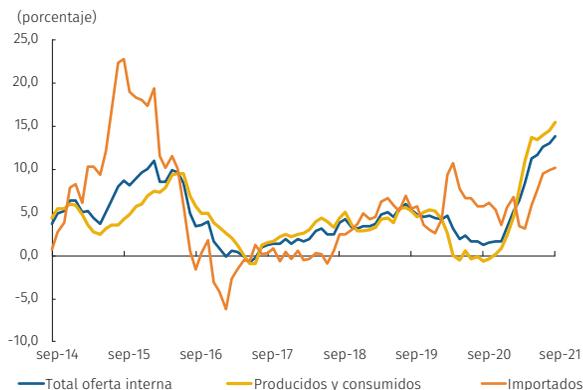
y recreación (incluidos en la subcanasta *resto*) registraron incrementos importantes en el tercer trimestre, los cuales pueden ser el resultado de la reactivación de la demanda de estas actividades en momentos en que se mantienen limitaciones de aforo y operación.

En los últimos tres meses no se presentaron cambios de importancia en la variación anual del IPC de regulados, pese a que se observaron presiones alcistas derivadas de los aumentos en los precios internacionales del petróleo y en algunos servicios públicos. El cambio anual de la canasta de regulados entre junio (5,93%) y septiembre (5,94%) se mantuvo relativamente estable. El IPC de combustibles aumentó en estos últimos tres meses, luego del incremento decretado a mediados de septiembre en el precio de la gasolina (146 pesos) y del ACPM (150 pesos), como resultado de las alzas que se han registrado en el mercado internacional. A pesar de esto, los reajustes internos siguen siendo bajos en relación con los que se han observado en el mercado internacional, y en septiembre se mantenía una brecha importante entre el precio interno y externo. Las alzas en los precios internacionales del petróleo también podrían estar influyendo en las tarifas de gas y energía, a lo que se suma, en este último caso, el aumento en la inflación al productor (que es un componente importante en las fórmulas de regulación)¹⁶. Estas presiones alcistas llevaron a incrementos de importancia en los precios de estas tarifas durante el tercer trimestre. Sin embargo, estas alzas no se reflejaron en aumentos en la variación anual del IPC de servicios públicos, el cual, por el contrario, disminuyó, compensando las alzas mencionadas (Gráfico 3.4). Ello fue el resultado de la presencia de una base de comparación estadística alta en igual período del año pasado. Cabe recordar que en septiembre de 2020 se concentró la reversión de las rebajas en acueducto, alcantarillado y energía que habían sido otorgadas por los gobiernos locales en meses anteriores para mitigar los efectos económicos adversos que trajo consigo la pandemia.

El repunte de la variación anual del IPC de alimentos en los últimos meses está asociado con el incremento en los precios internacionales, una oferta reducida de cárnicos y un ciclo productivo a la baja en algunos alimentos perecederos. Desde el segundo trimestre de este año el cambio anual del IPC de alimentos ha mantenido una tendencia creciente hasta alcanzar su máximo reciente en septiembre (12,40%) (Gráfico 3.5). Tanto la variación anual de los precios de los alimentos perecederos (8,7% en junio y 14,8% en septiembre) como el de los procesados (8,5% en junio y 11,7% en septiembre) registraron incrementos durante el tercer trimestre. Una presión alcista importante provino de los precios de la carne de res y sus sustitutos (cerdo y pollo), los cuales se clasifican dentro de la subcanasta de procesados. El aumento en las exportaciones de carne de res, un bajo sacrificio de ganado vacuno y los importantes aumentos en los precios internacionales de las materias primas para producir concentrados para animales

16 En los últimos trimestres se han realizado ajustes importantes en las tarifas de acueducto y alcantarillado que obedecen a mayores inversiones requeridas para el mantenimiento de redes, mejoras en el servicio y ampliación de cobertura.

Gráfico 3.6
IPP por procedencia
(variación anual)

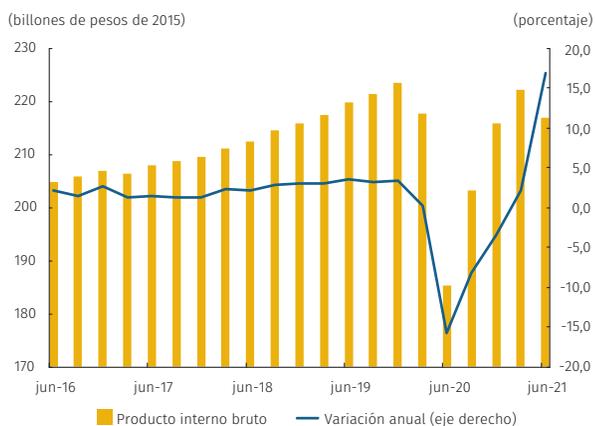


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

explican este fenómeno. También es posible que los efectos del paro de mayo sigan repercutiendo en una oferta limitada de estos productos. Otros productos de origen importado también siguieron presentando alzas importantes derivadas de los altos precios internacionales de cereales, aceites y oleaginosas. Adicionalmente, en el caso de los perecederos, un ciclo productivo a la baja en varios productos ha significado incrementos importantes en precios que en principio son transitorios. Sin embargo, no se puede descartar aquí la presencia de mayores costos de producción debido a las alzas en los precios internacionales de los insumos agrícolas (fertilizantes, abonos, etc.).

La inflación anual del productor durante el tercer trimestre mantuvo su tendencia ascendente, debido al repunte en los precios de algunos minerales (y del petróleo), por la escasez de algunos insumos industriales y por problemas de oferta en algunos cultivos agrícolas. Desde comienzos de este año la inflación anual del productor (aproximada como la variación anual del IPP de oferta interna) ha venido en aumento, al terminar septiembre (13,76%) por encima de la cifra de junio (11,72%) (Gráfico 3.6). Este comportamiento alcista de la canasta del productor lo explica tanto el componente local (pasó del 13,4% en junio al 15,4% en septiembre) como el importado (pasó del 7,6% al 10,1%). Como se mencionó en el informe pasado, estos dos segmentos del índice de precios al productor (IPP) en lo corrido del año han registrado incrementos por la reciente escalada en los precios de los productos mineros, en especial del acero, el hierro, y el petróleo y sus derivados. Asimismo, los precios del componente importado del IPP vienen incorporando no solo la mayor depreciación acumulada en lo corrido del año, sino también todas las interrupciones de las cadenas de suministro, la escasez de microprocesadores, los mayores fletes y el alto nivel de los precios internacionales de los bienes básicos. A su vez, los precios del componente local del IPP aumentaron también por la baja oferta interna de algunos alimentos (carnes en general, frutas y café).

Gráfico 3.7
Producto interno bruto trimestral^{a/}
(nivel y variación anual)

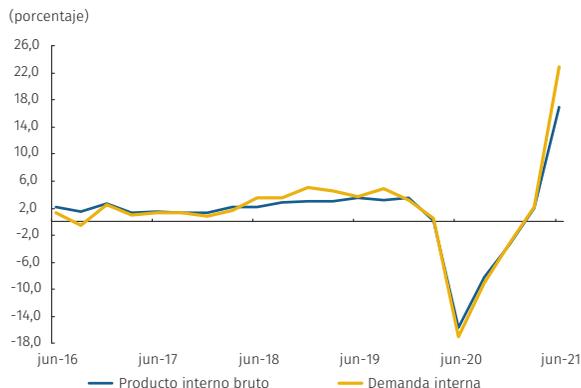


a/ Serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

3.2 Crecimiento y demanda interna

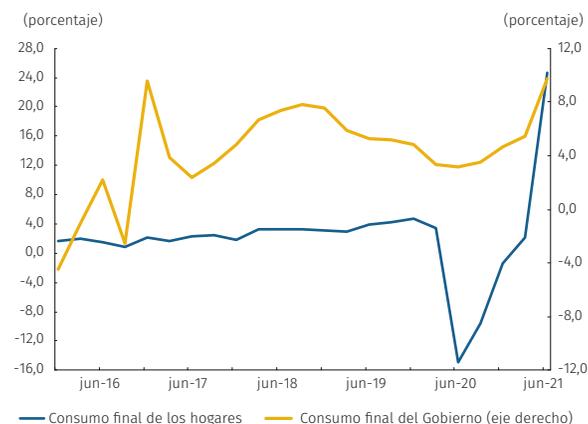
La tendencia de recuperación del PIB se interrumpió en el segundo trimestre, acorde con lo esperado por el equipo técnico. Durante este período el PIB de Colombia (medido en series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario: DAEC) presentó un retroceso del 2,4% frente al primer trimestre del año, como resultado del impacto ocasionado por los bloqueos viales de finales de abril y mayo, y debido a las medidas restrictivas implementadas para contener la tercera ola de la pandemia. No obstante, una base de comparación muy baja en 2020 generó un crecimiento anual históricamente alto del 17,6% en series originales (equivalente a un 17,0% en series DAEC) (Gráfico 3.7), y muy similar al previsto en el *Informe sobre Política Monetaria* anterior (17,3%). Durante el segundo trimestre se observaron diferencias importantes en los grados de afectación y recuperación de los distintos sectores económicos y de los componentes del gasto, así como amplios excesos de capacidad productiva y altos niveles de desempleo.

Gráfico 3.8
Producto interno bruto y demanda interna trimestral^{a/}
(variación anual)



a/ Serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.9
Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General^{a/}
(variación anual)



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

Gráfico 3.10
Formación bruta de capital fijo trimestral^{a/}
(variación anual, contribuciones)



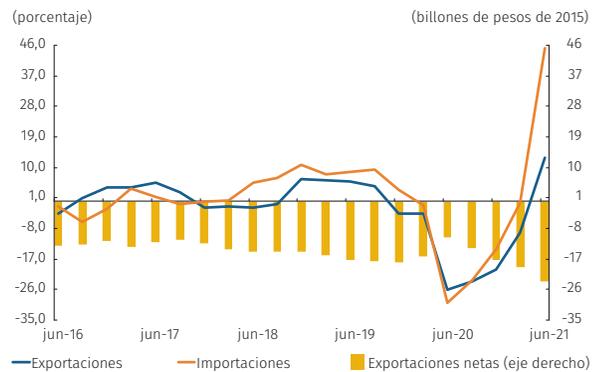
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Pese a la caída trimestral del PIB por los efectos adversos mencionados, la demanda interna se expandió en el segundo trimestre frente al primero y mostró una dinámica mayor que la prevista gracias al comportamiento del consumo. Aunque dicha expansión trimestral resultó menor que la observada en los trimestres anteriores, fue suficiente para que este agregado alcanzara el nivel registrado antes del choque de la pandemia. En términos trimestrales el crecimiento de la demanda interna ascendió al 0,6% y en términos anuales al 23,0% frente al mismo período del año anterior (Gráfico 3.8). Dentro de este agregado el comportamiento fue dispar: mientras que el consumo mostró un importante dinamismo con una expansión trimestral significativa (3,0%), la formación bruta de capital presentó una notable caída frente al primer trimestre (-18,3%). Con todo, en el segundo trimestre la absorción fue nuevamente más dinámica que el crecimiento total de la actividad económica.

El desempeño del consumo total sorprendió al alza, al registrar tasas de crecimiento anual y trimestral significativas, pese a las medidas para contener la tercera ola de la pandemia y a los efectos negativos de los bloqueos. Dentro de este rubro, el consumo de los hogares creció de nuevo entre trimestres, superando el comportamiento esperado y ubicándose 4,5% por encima del nivel observado antes del choque epidemiológico. Esto se explicó por las fuertes expansiones del consumo de servicios y de bienes semidurables frente al trimestre anterior (del 3,8% y 15,3%, respectivamente), las cuales fueron parcialmente contrarrestadas por las caídas del gasto en bienes durables (-10,7%) y no durables (-1,3%). Gracias a todo ello, el consumo agregado de los hogares creció a una tasa anual del 24,7% (Gráfico 3.9). Por su parte, el consumo público se aceleró de manera importante, registrando un crecimiento anual (9,7%) y trimestral (5,5%) muy superior al previsto. Este buen comportamiento, que evidenció el papel contracíclico que siguió desempeñando el gasto del Gobierno, fue posible, en parte, por el impulso generado por la compra de vacunas del segundo trimestre. En conjunto, el consumo total se expandió en términos anuales por encima del promedio de la actividad económica (a una tasa del 21,0%) y se situó en un nivel 5,4% mayor que el del cierre de 2019.

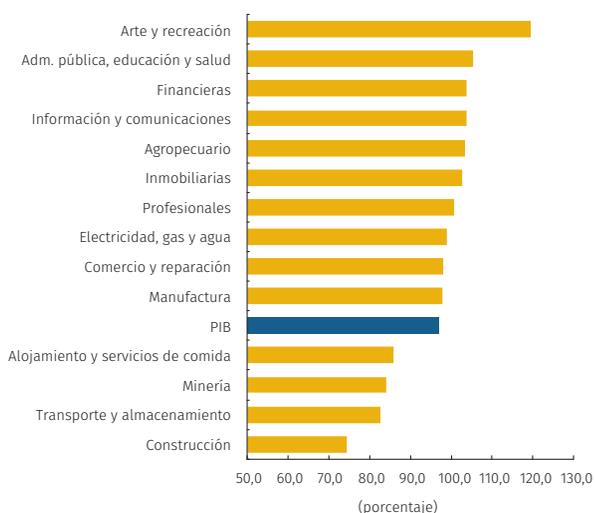
La formación bruta de capital fijo perdió buena parte del terreno ganado en los últimos trimestres, al retroceder a un nivel inferior al del cierre de 2020. En el segundo trimestre, todos los grandes componentes de la inversión registraron retrocesos frente al primer trimestre. El mayor de ellos fue el de la inversión en maquinaria y equipo, cuyo resultado, inferior al anticipado, fue consistente con la caída en la producción nacional de bienes de este tipo, pese a que no se observaron retrocesos en las importaciones de esta clase de bienes. Por otro lado, el mal desempeño de la inversión en vivienda, sobre todo de la no VIS, mantuvo deprimido este componente del gasto en niveles muy inferiores a los observados antes de la pandemia. Finalmente, la inversión en otros edificios y estructuras retrocedió a un valor cercano al de finales de 2020 y continuó siendo el renglón más golpeado de la formación bruta de capital. La caída entre trimestres de este último renglón habría sido explicada principalmente por la débil dinámica de las obras civiles, según lo sugieren las cifras de las cuentas

Gráfico 3.11
Exportaciones, importaciones y balanza comercial^{a/}
(variación anual y billones de pesos de 2015)



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

Gráfico 3.12
Niveles sectoriales de valor agregado del segundo trimestre de 2021 relativos al cuarto trimestre de 2019^{a/}
(IV trimestre de 2019 = 100%)



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

nacionales por el lado de la oferta. Pese a todo lo anterior, la baja base de comparación permitió que la inversión total presentara un crecimiento anual del 29,5% (Gráfico 3.10).

El déficit en pesos reales de la balanza comercial se amplió sustancialmente en el segundo trimestre, alcanzando niveles significativamente mayores que los observados antes de la pandemia. Lo anterior fue resultado del significativo dinamismo de las importaciones, que contrastó con la caída trimestral de las exportaciones, las cuales también se vieron afectadas por los eventos del segundo trimestre. El retroceso de este agregado se concentró en las ventas externas de bienes, particularmente las de origen minero, cuyas cantidades exportadas registraron caídas anuales considerables (del 14,2% en el caso del petróleo y del 22,1% en el caso del carbón). Por el contrario, las exportaciones de servicios en pesos reales presentaron un desempeño muy favorable, al crecer 21,9% frente al primer trimestre. Por otra parte, en el segundo trimestre las importaciones continuaron recuperándose en niveles, con lo cual alcanzaron su valor registrado antes del choque de la pandemia. Este comportamiento fue impulsado principalmente por las compras de materias primas y bienes de consumo durable. Con todo lo anterior, en el segundo trimestre la contribución de la demanda externa neta a la variación anual del PIB fue la más negativa (-7,0 pp) desde que se tienen registros trimestrales (Gráfico 3.11).

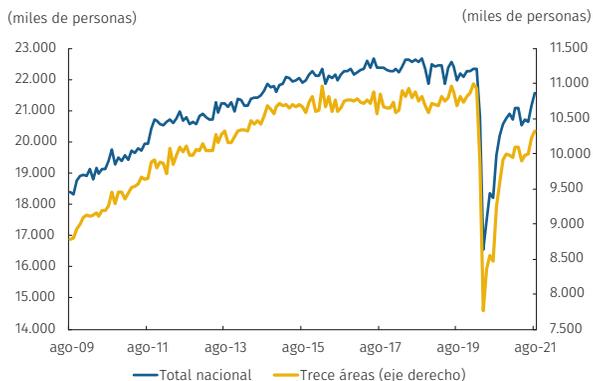
Aunque durante el segundo trimestre varias ramas de actividad recuperaron los niveles de valor agregado anteriores al choque del Covid-19, varios sectores permanecen rezagados, como la construcción, el transporte y almacenamiento, la minería, y el alojamiento y servicios de comida (Gráfico 3.12). La reparación y el mantenimiento de vehículos, el comercio minorista y mayorista, el transporte terrestre, la construcción y la industria manufacturera presentaron mayores contracciones trimestrales en este período, lo que podría ser explicado por los bloqueos viales y las restricciones de movilidad para enfrentar el tercer pico de la pandemia. Las cifras de ventas minoristas, producción industrial y transporte terrestre de carga registraron fuertes retrocesos, especialmente en mayo. No obstante, los sectores de alojamiento y servicios de comida, las actividades de atención en salud y, especialmente, las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación sorprendieron al alza. La recomposición del gasto de los hogares, con una mayor participación de servicios virtuales, parece estar impulsando el sector de entretenimiento y recreación, que en el segundo trimestre se situó en niveles sustancialmente mayores a los prevalecientes antes de la pandemia.

3.3 Mercado laboral¹⁷

El empleo volvió a crecer, luego de que se mantuviera estancado en el primer semestre del año; sin embargo, la recupe-

17 Para un análisis más detallado de la reciente evolución del mercado laboral, lo invitamos a consultar el *Reporte del Mercado Laboral* del Banco de la República, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-mercado-laboral>

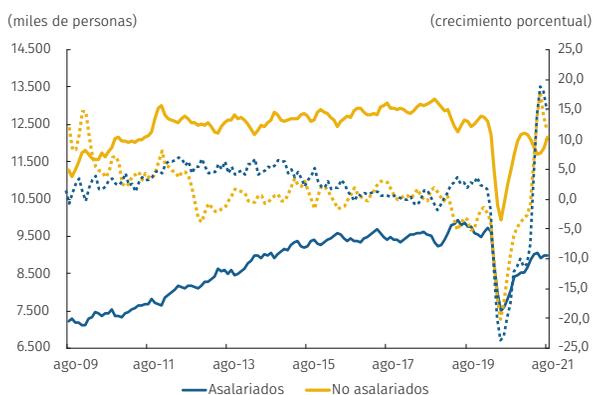
Gráfico 3.13
Comportamiento de los ocupados
(series mensuales desestacionalizadas)



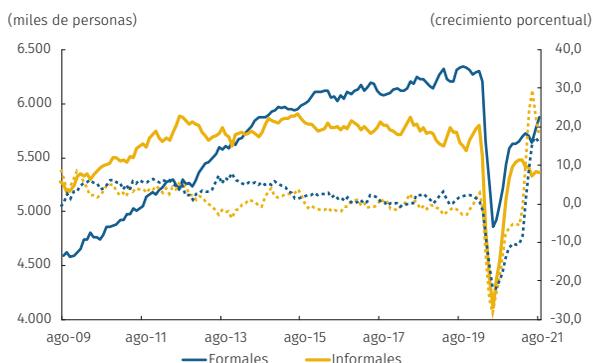
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.14
Ocupados según tipo de empleo
(trimestre móvil desestacionalizado)

A. Asalariados y no asalariados: total nacional



B. Formales e informales: veintitrés ciudades y áreas metropolitanas



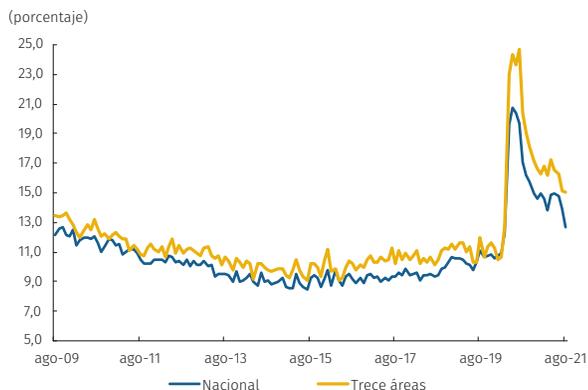
Notas: las líneas punteadas corresponden al crecimiento anual (eje derecho). El Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) considera de manera oficial como informales los trabajadores que laboran en establecimientos, negocios o empresas que ocupen hasta cinco personas en todas sus agencias y sucursales, incluyendo al patrono y/o socio, y exceptuando los profesionales cuenta propia y los obreros y empleados del gobierno.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

ración del mercado laboral sigue registrando un menor ritmo que el observado para la actividad económica. Según las series mensuales desestacionalizadas¹⁸ de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH), en agosto el empleo en el total nacional registró un importante crecimiento mensual del 2,1% (436.000 empleos) (Gráfico 3.13). Así, el empleo se expandió por segundo mes consecutivo, luego de que su recuperación en el primer semestre del año estuviera limitada por los efectos derivados de los picos de contagio por el Covid-19 y por la situación de orden público en el país. Este crecimiento del empleo estuvo jalonado, en mayor medida, por las ciudades y municipios intermedios y áreas rurales, las cuales registraron aumentos del 3,1% (340.000 empleos) respecto a julio, frente a un incremento del 0,9% (96.000 empleos) en las trece principales ciudades. Cabe señalar que la recuperación del mercado laboral aún presenta un rezago importante frente a la observada en la actividad económica, ya que mientras que esta última, medida por el índice de seguimiento a la economía (ISE), supera sus niveles prepandemia, el total de ocupados se mantiene aún cerca de 750.000 empleos por debajo de los niveles observados en febrero de 2020.

En el nivel nacional el empleo no asalariado volvió a crecer, mientras que en las ciudades el segmento formal es el que impulsa el crecimiento de la ocupación. Aunque en la primera mitad del año el empleo no asalariado en el total nacional se vio afectado tanto por las olas de contagio como por la situación de orden público, en los últimos meses este segmento dejó de caer y volvió a expandirse en términos mensuales. Por su lado, su contraparte asalariada se mantiene en niveles relativamente estables y con un menor protagonismo en la creación de empleo (Gráfico 3.14, panel A). Con todo esto, a agosto se ha recuperado cerca del 83,4% (2,2 millones) de los empleos no asalariados perdidos entre abril y febrero de 2020, y tan solo el 66,5% (1,5 millones) de los de su contraparte asalariada. En contraste, en las ciudades la creación de empleo ha estado jalonada en mayor medida por el segmento formal, el cual ha mantenido una tendencia creciente en lo corrido del año. Con datos en trimestre móvil, el empleo formal en las veintitrés ciudades creció 1,7% (100.000 empleos) entre agosto y julio, mientras que los informales tuvieron una ligera contracción del 0,2% (11.000 empleos) (Gráfico 3.14, panel B). El crecimiento del empleo formal también es confirmado por otros indicadores provenientes de registros administrativos, como es el caso de los cotizantes dependientes a pensión de la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA), los cuales a julio se ubican en niveles cercanos a los observados antes de la pandemia. Este buen dinamismo en el empleo formal se ha traducido en una reducción de la tasa de informalidad durante el último trimestre, que incluso se ubica en niveles similares a los de 2019 (47,7%).

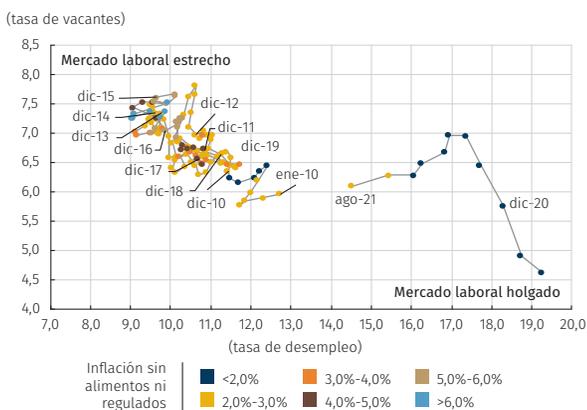
18 Las series del mercado laboral presentan estacionalidad, es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo del mes del año. Este fenómeno debe aislarse mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, la información presentada en esta sección corresponde a las series sin dichos efectos calendario, conocidas como series desestacionalizadas.

Gráfico 3.15
Tasa de desempleo por dominios geográficos
(series mensuales desestacionalizadas)



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

Gráfico 3.16
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). Estimating Vacancies from Firms' Hiring behavior: The Case of a Developing Economy, *Borradores de Economía*, núm. 1017. La estimación de la Curva de Beveridge no se encuentra disponible para el período comprendido entre marzo y septiembre de 2020, puesto que, el indicador de vacantes con el que usualmente se produce no pudo ser calculado, dada la reducción en el número de preguntas de la GEIH.

Fuentes: DANE (GEIH) y Banco de la República.

El mayor crecimiento de la ocupación, frente al observado en la participación laboral, ha permitido que las tasas de desempleo continúen disminuyendo. Sin embargo, aún persisten comportamientos heterogéneos entre ciudades y grupos poblacionales. En ausencia de restricciones a la movilidad y con la reapertura gradual de las instituciones educativas y de cuidado se observó un retroceso de la inactividad, que implicó un aumento de la oferta laboral. Sin embargo, debido a que el crecimiento de la ocupación fue mayor al de la participación, las tasas de desempleo (TD) descendieron en ambos dominios geográficos, y se ubicaron en agosto en el 12,6% para el total nacional y el 15,0% para las trece ciudades, niveles que continúan siendo altos frente a sus registros prepandemia (Gráfico 3.15). Además, el retroceso que han tenido las TD urbanas en los últimos meses se ha dado a un menor ritmo que en los demás dominios geográficos. Así, aunque el mercado laboral colombiano ha mostrado una corrección importante frente al deterioro inicial generado por la pandemia, persisten aún heterogeneidades significativas. Entre ellas cabe resaltar la que se da entre ciudades, con grandes capitales como Bogotá y Cali, las cuales exhiben una TD aún muy por encima de sus niveles previos a la pandemia, contrario a lo observado en varias ciudades pequeñas; y la que se observa entre géneros, con una brecha más pronunciada, dada la mayor TD observada para las mujeres frente a la de los hombres.

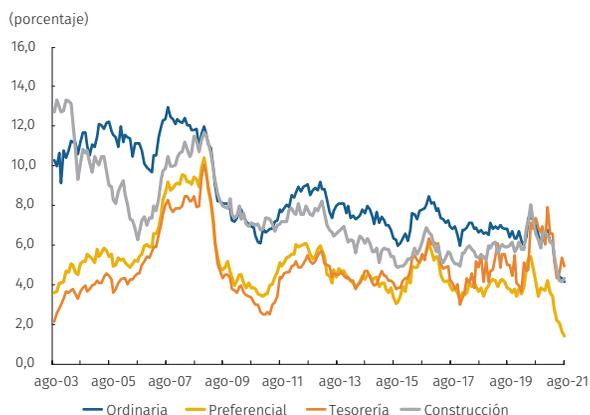
El mercado laboral colombiano sigue estando holgado, por lo que no constituye una fuente de presiones inflacionarias vía costos salariales. A pesar de que en los últimos meses los índices de vacantes, calculados a partir de la GEIH y el Servicio Público de Empleo (SPE), muestran una recuperación importante de la demanda de nuevos puestos de trabajo, y se ubican en niveles similares a los observados antes de la pandemia, la reducción observada en la desocupación aún no lleva a las TD a sus niveles de inicios de 2020. Lo anterior, a la luz de la curva de Beveridge¹⁹, sugiere, entonces, un mercado laboral que sigue holgado, aunque con menores presiones desinflacionarias que lo que se observaba al inicio de la pandemia (Gráfico 3.16). Esto último es confirmado por la información de ingresos laborales proveniente de la GEIH, particularmente la relacionada con el segmento no asalariado, cuyos ingresos laborales reales por hora siguen estando en niveles muy inferiores a los del período prepandemia (10 pp por debajo). No obstante, el mayor número de horas trabajadas que se ha observado en este segmento implicaría unos ingresos reales mensuales que ya estarían superando los observados en 2019. Por su parte, los ingresos laborales reales de los asalariados, mensuales y por hora, continúan relativamente estables.

3.4 Mercado financiero y monetario

Las condiciones financieras continúan favorables y contribuyen a la recuperación de la actividad económica. En el tercer trimestre las tasas de interés de los depósitos y de los préstamos aumentaron, pero en términos reales continúan históricamente bajas. El crédito se sigue acelerando, aunque a un

¹⁹ La curva de Beveridge es la representación gráfica de la relación entre la tasa de vacantes y la tasa de desempleo.

Gráfico 3.17
Tasas reales de interés de créditos comerciales
(datos promedio mensual deflactados con el IPC sin alimentos)



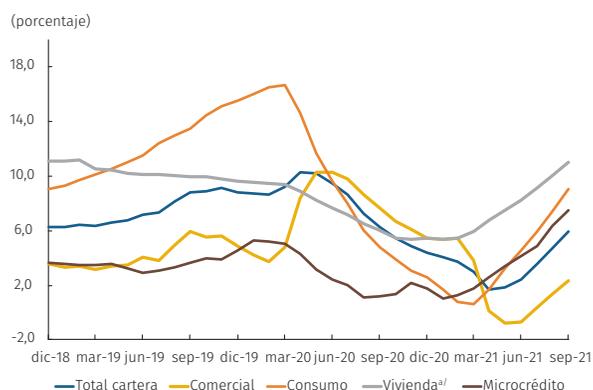
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.18
Tasas reales de interés de créditos a los hogares
(datos promedio mensual deflactados con el IPC sin alimentos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.19
Cartera bruta en moneda nacional
(variación anual, datos promedios mensuales)



a/ Vivienda ajustada: cartera bancaria más titularizaciones.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

ritmo menor que el crecimiento económico. Lo anterior en un entorno de recuperación económica, mejora en el empleo y en el ingreso de los hogares, y de valores altos de la cartera en moneda nacional relativa al producto. El riesgo de crédito se ha moderado, pero continúa elevado, y las utilidades de las entidades bancarias se siguen recuperando sin alcanzar los niveles prepandemia.

Las tasas de interés nominales de ahorro y crédito han aumentado, pero en términos reales continúan en niveles históricamente bajos. Durante el tercer trimestre el indicador bancario de referencia (IBR) a un día estuvo alineado con la tasa de política monetaria (TPM), mientras que los depósitos a la vista (ahorro y cuentas corrientes)²⁰, principal fuente de financiamiento de los establecimientos de crédito, registraron tasas de interés relativamente estables. A plazos iguales o mayores a tres meses, el IBR y las tasas de interés de los certificados de depósito a término (CDT) han subido desde mediados del segundo trimestre, en parte porque desde ese período los agentes económicos preveían incrementos en la TPM para la segunda mitad de 2021. En el tercer trimestre las tasas de interés de crédito también se incrementaron con respecto a los mínimos registros observados entre abril y mayo, comportamiento más acentuado en la modalidad de créditos ordinarios, construcción y consumo. A pesar de los aumentos nominales observados en las tasas de interés de ahorro y crédito, en términos reales sus niveles se mantienen en valores históricamente bajos (gráficos 3.17 y 3.18). Como era esperado por el mercado, al final de septiembre la JDBR incrementó en 25 pb la TPM y la situó en 2%, y anunció que iniciaba un proceso de normalización de la política monetaria.

La dinámica del crédito se sigue acelerando, aunque a tasas menores que el crecimiento económico, y contribuye a la recuperación del producto. En el tercer trimestre el crecimiento anual de la cartera total en moneda nacional se aceleró, al pasar del 2,4% en junio al 5,9% en septiembre (Gráfico 3.19). Para las mismas fechas, este comportamiento lo lidera el crédito a los hogares, en particular, el destinado para compra de vivienda (del 8,2% a 11,0%), seguido por el de consumo (del 4,6% al 9,1%). La modalidad comercial, que mostraba una contracción al final del segundo trimestre (-0,7%), ya transita en terreno positivo (2,4%) y su saldo es equivalente a los mayores niveles alcanzados en el segundo trimestre del año anterior, cuando la incertidumbre y las necesidades de caja impulsaron la demanda de crédito de las empresas (Recuadro 2). El microcrédito también se aceleró, al exhibir incrementos anuales que pasaron del 4,1% en junio al 7,5% en septiembre. La recuperación esperada de la actividad económica y del empleo, los mejores niveles de confianza de los hogares y las empresas, y las bajas tasas de interés reales serían factores que aportarían para que la demanda de crédito continúe ganando dinámica y contribuya a soportar el crecimiento del producto.

20 Estas tasas fueron las que menos reaccionaron a la reducción de la TPM durante la pandemia.

La amplia disponibilidad de depósitos, la moderación en el riesgo de crédito y la recuperación de las utilidades del sistema financiero son factores que seguirían contribuyendo a la oferta de préstamos. El nivel de depósitos es suficiente para que la cartera en moneda nacional continúe expandiéndose. Adicionalmente, el sistema bancario registra un indicador de liquidez (IRL 197%²¹ en agosto) y un coeficiente de fondeo (CFEN 111%²² en agosto) estables, los cuales superan el 100% requerido. En agosto el saldo de cartera vencida continuó estable en los niveles observados en diciembre pasado y el indicador de mora disminuyó al 4,9% (5,5% en diciembre). Por su parte, el saldo de la cartera en riesgo mostró algún descenso y, para las mismas fechas, su relación frente a la cartera también disminuyó del 12,2% al 10,3%. La moderación en los indicadores de riesgo redujo la presión sobre la constitución de provisiones de cartera y contribuyó a una mayor generación de utilidades. En agosto las utilidades acumuladas en doce meses fueron de COP 11,3 billones, lo que representa el 86% de las registradas en 2019.

21 Corresponde a bancos. Los IRL de compañías de financiamiento comercial y cooperativas financieras se situaron en julio de 2021 en 260% y 280%, respectivamente.

22 Corresponde al grupo uno, esto es: bancos cuyos activos representen más del 2% del activo bancario total. En un segundo grupo se incluyen establecimientos de crédito que no están en el grupo uno y tienen la cartera como activo significativo, los que en mayo presentan un CFEN del 129,7%, también mayor al 80% requerido para marzo de 2022.

Recuadro 1 El papel de las presiones externas en el comportamiento reciente de la inflación en Colombia

Sergio Restrepo Ángel
Carlos Huertas Campos
Sara Naranjo Saldarriaga
Santiago Forero Alvarado*

El proceso de recuperación económica global, junto con las interrupciones en las cadenas de suministro y precios internacionales de los bienes básicos, costos de transporte y logísticos al alza, han traído consigo una aceleración generalizada en los precios de la mayoría de las economías en el mundo. Colombia no ha sido ajena a este fenómeno, pasando de una inflación en su nivel más bajo histórico al finalizar 2020 (1,61%) a ubicarse en el 4,51% en septiembre de 2021; es decir, 1,51 puntos porcentuales (pp) por encima de la meta del 3%. Este incremento estaría explicado por distintas fuentes que se han amplificado, entre otras cosas, por el efecto de una baja base de comparación estadística. Este recuadro presenta tres ejercicios: dos empíricos y uno en el marco de equilibrio general, con los cuales se intenta identificar qué tanto de ese incremento ha obedecido, en particular, a los factores externos mencionados.

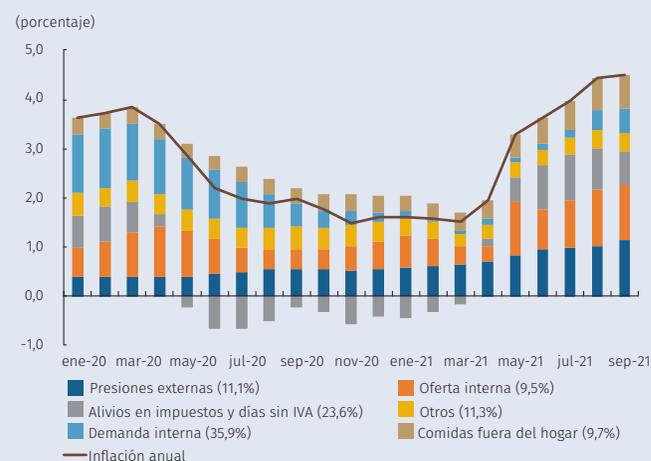
En el primer ejercicio empírico se clasifica cada ítem de los precios al consumidor en Colombia en subcanastas disyuntas¹, de acuerdo con la probabilidad de que su precio sea afectado de manera preponderante por distintos choques o presiones alcistas sobre los precios. Se identificaron cuatro fuentes de presión: las externas, la recuperación de la demanda interna por cuenta del levantamiento de medidas restrictivas para hacer frente a la pandemia del Covid-19, los alivios en impuestos y días sin IVA decretados por el gobierno nacional, y las afectaciones de oferta interna por cuenta de ciclos productivos adversos o de los bloqueos viales que se dieron durante mayo de 2021 (Gráfico R1.1).

Las comidas fuera del hogar (CFH) se clasificaron en un grupo aparte, debido a que están siendo afectadas simultáneamente por todos los choques mencionados: presiones externas vía mayores precios de los alimentos; alivios en

* Los autores pertenecen a los departamentos de Programación e Inflación y Modelos Macroeconómicos del Banco de la República; las opiniones aquí expresadas son de su exclusiva responsabilidad y no reflejan necesariamente las del Banco de la República, ni la de su Junta Directiva.

1 Se refiere a la imposibilidad de encontrar un ítem en dos subcanastas al mismo tiempo.

Gráfico R1.1
Índice de precios al consumidor
Descomposición por origen del choque de afectación
(contribución en puntos porcentuales (pp) a la inflación anual total; variación anual)



Nota: los porcentajes entre paréntesis de las leyendas constituyen el peso de cada subcanasta dentro del IPC total.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

impuestos²; oferta interna, por el cierre de miles de establecimientos durante la pandemia³, y la recuperación de la demanda, por el retorno a la normalidad y una mayor disposición de los consumidores de volver a restaurantes. El rubro “Otros” en el Gráfico R1.1 corresponde en su mayoría al componente de regulados del IPC junto con algunos pocos ítems adicionales.

Es importante resaltar aquí que la canasta compuesta por las presiones externas se encuentra subestimada, ya que no incluye aquellos bienes y servicios cuyos precios pueden haber sido afectados por factores externos durante el período de la pandemia, pero que fueron beneficiados por cambios en los subsidios, en los impuestos indirectos, etc. Por ejemplo, ítems como dispositivos electrónicos (computadores, televisores, celulares, etc.) se encuentran clasificados dentro del grupo “Alivios en impuestos y días sin IVA”, a pesar de que están siendo fuertemente impactados por los problemas con las cadenas globales de suministro y escasez de semiconductores. Adicionalmente, las CFH constituyen un rubro que está siendo muy afectado por las presiones externas pero que, por los motivos mencionados, se decidió no incluir dentro de esta subcanasta.

Las presiones inflacionarias provenientes del contexto internacional (presiones externas, Gráfico R1.1), han continuado transmitiéndose y aumentado su participación de manera significativa a la inflación reciente en Colombia. Este traspaso se ha dado principalmente a través de los precios de los alimentos procesados y, en menor medida, por los bienes de transporte (vehículos, motos y bicicletas, etc.), muebles y artículos para el hogar, productos de belleza, y de algunos po-

2 Se decretó una tarifa del 0% en el impuesto al consumo hasta el 31 de diciembre de 2021 según la Ley 2068 de 2020, con el fin de ayudar a la reactivación de este sector luego de su afectación durante los períodos de mayores contagios del Covid-19.

3 Véase el reporte de la Cámara de Comercio de Bogotá: <https://www.ccb.org.co/Clusters/Cluster-de-Gastronomia/Noticias/2020/Noviembre-2020/Cuestion-de-supervivencia-22-mil-restaurantes-han-cerrado-sus-puertas>

cos servicios (seguros de vehículos, exámenes de laboratorio, etc.), replicando las tendencias observadas en otros países del mundo. Adicionalmente, los factores externos también vienen generando presiones importantes al alza en las CFH vía el notable incremento en la variación anual de los alimentos, tanto por los perecederos como por los procesados⁴. Por otro lado, el componente de regulados del IPC y, en particular, el precio de los combustibles está teniendo fuertes presiones por los altos precios internacionales del petróleo observados en meses recientes.

En el frente interno (Gráfico R1.1), desde mayo de 2021 se aprecia una mayor presión al alza sobre los precios por cuenta de una demanda que ha tenido una recuperación más vigorosa que la anticipada, sumado a presiones de oferta que persisten originadas por los bloqueos viales del mes de mayo y por un ciclo bajista de producción agropecuaria en algunos productos en Colombia (cárnicos y frutas, entre los más destacados). La devolución de algunos alivios decretados en 2020 en el marco de la pandemia, y que entre mayo de 2020 y marzo de 2021 habían ejercido presiones bajistas, ahora constituyen un factor alcista importante en la inflación.

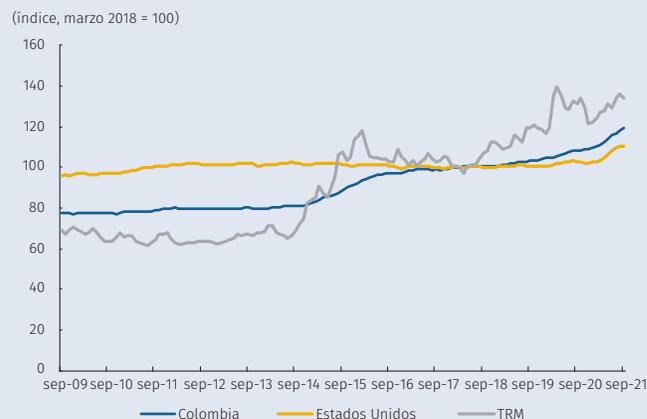
El segundo ejercicio empírico es descriptivo, y pretende detectar las presiones externas sobre un subconjunto pequeño de rubros del IPC correspondiente a bienes importados, cuyos precios se determinan exógenamente en mercados internacionales y deberían estar afectados por el comportamiento de la tasa de cambio. Para tal efecto se construyó el índice de precios de la subcanasta de presiones externas para los Estados Unidos⁵ ($IPC^{Ext/USA}$) con los mismos ítems de presiones externas de Colombia ($IPC^{Ext/COL}$) identificados en el primer ejercicio; también se calculó un índice de la tasa de cambio nominal de los dos países ($ITC^{COL/USA}$). De esta forma, se puede estimar qué proporción de un incremento del $IPC^{Ext/COL}$ obedece a factores externos ($IPC^{Ext/USA}$ e $ITC^{COL/USA}$) para un período determinado (Gráfico R1.2, panel A). Es importante anotar que con este ejercicio no se pretende inferir el traspaso de la tasa de cambio al IPC total en Colombia, el cual se ha caracterizado por ser bajo, y debería ser bastante menor al de un conjunto de bienes importados.

En primer lugar, se tomó como referencia el período entre julio de 2014 y marzo de 2018, el cual abarca desde el momento en que los precios internacionales del petróleo registraron una fuerte caída⁶, hasta el fin de un período de relativa estabilidad en la TRM ocurrido entre mayo de 2016 y marzo de 2018. De esta forma, entre julio de 2014 y marzo de 2018 la TRM registró una depreciación nominal del 53,5% ($\Delta ITC^{COL/USA}$), mientras que el ($IPC^{Ext/USA}$) se caracterizó por una muy baja volatilidad y cayó un 2,1%, y el ($IPC^{Ext/COL}$) aumentó un 23,8%. Estos cálculos sugieren que del agregado entre el aumento de los precios externos y la depreciación del peso (51,4%), solo se transmitió un 46,3% ($23,8 \div 51,4$) a los precios internos para esta canasta pequeña de bienes.

Gráfico R1.2

Canasta de presiones externas homogéneas entre Colombia y los Estados Unidos e índice mundial de contenedores (índices y variaciones anuales)

A. Índices de presiones externas y TRM



B. Índice mundial de contenedores^{a/}



a/ El Índice Mundial de Contenedores evaluado por Drewry informa las tarifas spot de flete de contenedores para las principales rutas comerciales del este al oeste. El índice representa un promedio ponderado de las 11 rutas de envío por volumen. Las rutas de envío incluyen Shanghai - Rotterdam, Rotterdam - Shanghai, Shanghai - Génova, Génova - Shanghai, Shanghai - Los Ángeles, Los Ángeles - Shanghai, Shanghai - Nueva York, Los Ángeles - Rotterdam, Rotterdam - Los Ángeles, Nueva York - Rotterdam, Rotterdam - Nueva York.
Fuentes: Bloomberg, U.S. Bureau of Labor Statistics, DANE; cálculos del Banco de la República.

En el siguiente período de depreciación nominal, entre marzo de 2018 y septiembre de 2021, el ($IPC^{Ext/COL}$) aumentó 19,1%, mientras que el ($IPC^{Ext/USA}$) y el ($ITC^{COL/USA}$) se incrementaron en 10% y 33,9%, respectivamente. Así, en este período el agregado de aumentos de precios externos y de la tasa de cambio (43,9%) se habría transmitido en cerca del 43,5% a los precios internos; es decir, cerca de 2,8 pp menos que el anterior período de depreciación nominal. Si a esto se adiciona el fuerte incremento de los fletes en el mundo observado en el período de la pandemia (Gráfico R1.2, panel B), es probable que las presiones externas sigan empujando al alza los precios de estos bienes en el país.

Finalmente, se realizó un ejercicio de equilibrio general usando el modelo 4GM⁷ en el cual se hace una descomposi-

4 A septiembre de 2021 la variación anual de los precios de los alimentos procesados fue del 11,7% y de los perecederos del 14,8%.

5 Para la construcción de la canasta de "Presiones externas" en los Estados Unidos se usó las mismas ponderaciones que tiene cada uno de los ítems que la componen en la canasta colombiana.

6 La variedad Brent, referencia para Colombia, descendió de USD 115 por barril a USD 55 por barril, entre junio de 2014 y marzo de 2015. La TRM, por su parte, aumentó 37%, al pasar de COP 1.888 por dólar a COP 2.586 por dólar, respectivamente.

7 Modelo semiestructural para el análisis de política monetaria y el pronóstico macroeconómico en Colombia. Para una descripción del modelo consulte el documento en: <https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/9812>

ción de factores de las curvas de Phillips para las canastas tanto de bienes como de servicios, que no incluyen ni alimentos ni regulados. Es importante mencionar que, si bien en el 4GM no se tiene una modelación exacta de la canasta de presiones externas construida para el primer ejercicio empírico (Gráfico R1.1), las canastas de bienes y servicios (en particular la de bienes), son las que mejor aproximación tienen. El objetivo de este ejercicio consiste en ver qué tanto aportan los choques de oferta a la curva de Phillips, los cuales se asocian en mayor medida con las presiones externas descritas al inicio de este recuadro.

Las ecuaciones (1) y (2) describen la curva de Phillips de la canasta de bienes y en el Cuadro R1.1 se muestra el aporte a su incremento anual, en puntos porcentuales, de cada uno de los factores que la componen.

Curva de Phillips para la subcanasta de bienes:

$$\pi_t^T = \alpha_{1,T} \pi_{t-1}^T + (1 - \alpha_{1,T}) \pi_{t+1}^T + \alpha_{2,T} rmc_t^T + \varepsilon_t^T \quad (1)$$

$$rmc_t^T = \alpha_{3,T} \hat{y}_t + (1 - \alpha_{3,T}) (\hat{z}_t - \hat{r}\hat{p}_t^T) \quad (2)$$

$$\alpha_{1,T} = 0,3061 \quad \alpha_{2,T} = 0,1432 \quad \alpha_{3,T} = 0,2598$$

De acuerdo con los resultados presentados en el Cuadro R1.1, al analizar el incremento de la variación anual de los precios de la canasta de bienes en lo corrido de 2021 (del 0,64% en el cuarto trimestre de 2020 al 2,96% en el tercer trimestre de 2021), su explicación estaría dada, en mayor medida, por los choques de oferta de la curva de Phillips (ε_t^T ; del -1,81 al 0,2), seguida por las menores presiones bajistas de la brecha del producto (\hat{y}_t ; del -0,24 al -0,09). Es importante anotar que en los choques a la curva de Phillips también se encuentran los alivios de precios otorgados por el gobierno para hacer frente a los efectos adversos de la pandemia, los cuales generaron fuertes presiones bajistas a partir del segundo trimestre de 2020 y explicarían su cambio de signo a negativo.

Al igual que para la subcanasta de bienes, las ecuaciones (3) y (4) describen la curva de Phillips de la subcanasta de servicios y en el Cuadro R1.2 se muestra el aporte a su variación anual, en puntos porcentuales, de cada uno de los factores que la componen.

Curva de Phillips para la subcanasta de servicios:

$$\pi_t^{NT} = \alpha_{1,NT} \pi_{t-1}^{NT} + (1 - \alpha_{1,NT}) \pi_{t+1}^{NT} + \alpha_{2,NT} rmc_t^{NT} + \varepsilon_t^{NT} \quad (3)$$

$$rmc_t^{NT} = \alpha_{3,NT} \hat{y}_t + (1 - \alpha_{3,NT}) (\hat{z}_t - \hat{r}\hat{p}_t^{NT}) \quad (4)$$

$$\alpha_{1,NT} = 0,34621 \quad \alpha_{2,NT} = 0,0738 \quad \alpha_{3,NT} = 0,6397$$

Cuadro R1.1

Descomposición de factores para la variación anual de precios de la canasta de bienes según el modelo 4GM (variaciones anuales; puntos porcentuales)

Período		I trim. 2020	II trim. 2020	III trim. 2020	IV trim. 2020	I trim. 2021	II trim. 2021	III trim. 2021
Inflación total de bienes	π_t^T	2,36	0,78	1,13	0,64	1,00	2,60	2,96
Inflación de bienes en $t-1$	π_{t-1}^T	0,66	0,72	0,24	0,35	0,20	0,31	0,80
Expectativas de la inflación total de bienes	$E_t \pi_{t+1}^T$	1,25	1,49	1,69	1,76	1,89	1,61	1,75
Brecha del producto	\hat{y}_t	-0,02	-0,14	-0,21	-0,24	-0,24	-0,16	-0,09
Brecha del TCR	\hat{z}_t	0,43	0,64	0,70	0,66	0,52	0,34	0,32
Precios relativos	$\hat{r}\hat{p}_t^T$	-0,04	-0,03	-0,02	-0,01	0,02	0,05	0,07
Choques a la curva de Phillips	ε_t^T	0,05	-1,88	-1,24	-1,81	-1,32	0,50	0,20

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R1.2

Descomposición de factores para la variación anual de precios para la canasta de servicios según el modelo 4GM (variaciones anuales; puntos porcentuales)

Período		I trim. 2020	II trim. 2020	III trim. 2020	IV trim. 2020	I trim. 2021	II trim. 2021	III trim. 2021
Inflación total de servicios	π_t^{NT}	3,23	2,03	1,83	1,27	0,90	1,63	2,00
Inflación de servicios en $t-1$	π_{t-1}^{NT}	1,18	1,12	0,70	0,63	0,44	0,31	0,56
Expectativas de la inflación total de servicios	$E_t \pi_{t+1}^{NT}$	2,18	1,82	1,52	1,31	1,18	1,07	1,31
Brecha del producto	\hat{y}_t	-0,03	-0,19	-0,28	-0,32	-0,32	-0,21	-0,13
Brecha del TCR	\hat{z}_t	0,13	0,18	0,20	0,18	0,14	0,08	0,08
Precios relativos	$\hat{r}\hat{p}_t^{NT}$	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01
Choques a la curva de Phillips	ε_t^{NT}	-0,23	-0,88	-0,29	-0,50	-0,51	0,38	0,18

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los resultados presentados en el Cuadro R1.2 muestran una descomposición de factores para la variación anual de precios de los servicios. Para lo corrido de 2021 las presiones al alza de los choques de oferta a la curva de Phillips ($\varepsilon_t^{\pi NT}$) son las que más explican el incremento de la variación anual de servicios. Se resalta que en esta subcanasta se encuentran las CFH que, como se ha mencionado, han ejercido presiones al alza, principalmente por las disrupciones en las cadenas de suministro y los precios internacionales de los bienes básicos (tanto en alimentos procesados como en perecederos). Esto, junto con la disolución de algunos alivios de precios otorgados durante la pandemia, explicarían el aporte positivo a la variación anual de la canasta de servicios por cuenta de los choques de oferta a la curva de Phillips en lo corrido de 2021. A esto se suman las menores presiones a la baja por cuenta de una brecha del producto (\hat{y}_t) algo más cerrada en el segundo semestre de este año.

Recuadro 2 Comportamiento del crédito comercial en moneda nacional, marzo de 2020- septiembre de 2021

Tatiana Andrea Mora Arbeláez
Luis Hernán Calderón López*

1.1 El período prepandemia

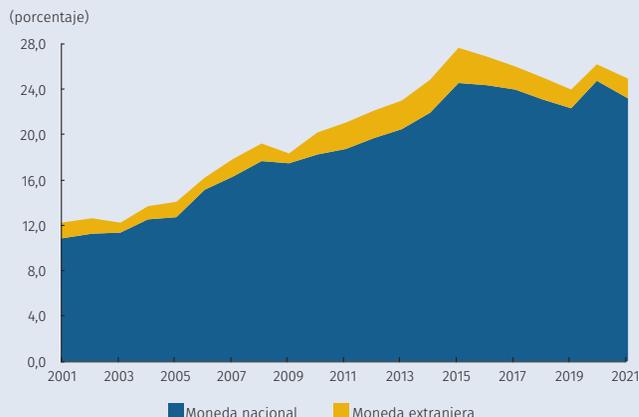
Desde 2016 y hasta febrero de 2020 la cartera comercial bancaria total (moneda nacional: MN y moneda extranjera: ME) venía presentando un proceso de ajuste (Gráfico R2.1). Desde finales de 2014 y hasta comienzos de 2016 las caídas persistentes en el precio del petróleo y de los términos de intercambio se vieron reflejadas en una pérdida del ingreso nacional, en aumentos en las medidas de riesgo país y de crédito, en depreciaciones de la tasa de cambio y en una fuerte desaceleración del comercio exterior y de la absorción. En este entorno, a partir de 2015 la cartera en ME cayó, y de 2016 en adelante la cartera en MN se desaceleró desde tasas de crecimiento anuales de alrededor del 15% en el primer semestre de 2016, hasta descender a un mínimo del 2,4% en septiembre de 2017 (Gráfico R2.2, paneles A y B). A partir de este último año en el endeudamiento de las empresas se evidenció una mayor contribución de otras fuentes de financiamiento distintas a las otorgadas por los establecimientos de crédito locales (EC). El crédito externo directo ganó dinamismo, y representó una mayor contribución dentro del endeudamiento comercial, al tiempo que la cartera en MN perdió participación. Durante 2019, al adicionar a la cartera comercial la emisión de bonos y el endeudamiento externo directo, se observó un repunte en el endeudamiento comercial.

La cartera comercial en MN presentó una desaceleración importante en 2016 y continuó creciendo de forma lenta hasta la llegada de la pandemia (Gráfico R2.2, panel A). La cartera bruta comercial en MN pasó de tener crecimientos del 16% en el primer trimestre de 2016 a valores entre el 3% y 4% durante los años siguientes y hasta los primeros dos meses de 2020. En general, y a pesar de repuntes transitorios hacia finales de 2019, en los años previos a la pandemia las tasas de crecimiento del crédito a las empresas fueron bastante menores a las observadas antes de 2017.

El bajo dinamismo de la cartera comercial previo a la pandemia se dio en un entorno de tasas de interés comerciales

* Los autores pertenecen al Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República; las opiniones aquí expresadas son de su exclusiva responsabilidad y no reflejan necesariamente las del Banco de la República, ni la de su Junta Directiva.

Gráfico R2.1
Cartera comercial a PIB^{a/}
(datos anuales)



a/ El 2021 corresponde al mes de septiembre.

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

Gráfico R2.2
Cartera comercial
(saldo y variación anual)

A. Moneda nacional



B. Moneda extranjera (datos semanales)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

nominales y reales bajas. Después de los máximos históricos registrados en agosto de 2016, las tasas de interés a las empresas mantuvieron un comportamiento a la baja, acorde con el período de reducciones de la tasa de política monetaria (TPM). Durante 2018 y 2019 se moderó la tendencia decreciente en las tasas de los créditos ordinarios y preferenciales y se mantuvieron en niveles nominales y reales por debajo de sus promedios históricos calculados desde el año 2000 (Gráfico R2.3). Las tasas de interés comerciales bajas, junto con la lenta recuperación del crédito comercial sugerían que la demanda por esta modalidad de crédito permanecía débil antes de la pandemia.

Gráfico R2.3
A. Tasas nominales de interés comerciales
(promedios mensuales)



B. Tasas reales de interés comerciales^{a/}
(promedios mensuales)



a/ Deflactado con IPC sin alimentos.

b/ Los promedios son calculados desde 2000.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

En los meses previos a la pandemia los indicadores de riesgo de la cartera comercial habían mostrado alguna mejora, después de alcanzar niveles históricamente altos en 2018¹ (Gráfico R2.4). A partir de 2016, al tiempo que se daba la desaceleración de la cartera comercial, el indicador de mora presentó deterioros en todos los sectores económicos, a excepción del de actividades mineras y el de actividades financieras. Sectores como electricidad, transporte y agropecuario fueron los que registraron mayores deterioros en

Gráfico R2.4
Indicador de mora de la cartera comercial
(datos mensuales)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

este indicador². Durante 2018 el nivel de este indicador fue del 4,6% en promedio, superior al observado desde 2015 (3,3%) y durante el segundo semestre de 2019 sus niveles continuaron siendo altos, pero mostraron una tendencia decreciente que se mantuvo hasta principios de 2020. Lo anterior sugiere que el modesto dinamismo registrado por la cartera comercial en los meses previos a la llegada de la pandemia estuvo acompañado por una leve mejora en su calidad.

1.2 Período de pandemia

Ante la llegada de la pandemia y sus posibles consecuencias sobre el sistema financiero, el Banco de la República respondió de forma inmediata, suministrando una importante liquidez para estabilizar el sistema de pagos y de crédito, implementando coberturas para suplir el faltante de liquidez en divisas y reduciendo la tasa de interés de política. La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) respondió de manera inmediata y oportuna ante los cambios repentinos en las condiciones macroeconómicas ocasionados por la aparición de la pandemia mediante acciones encaminadas a suministrar una amplia liquidez a la economía y garantizar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos, y de los mercados cambiario, de deuda pública y de crédito. Para tal efecto, la JDBR amplió los montos, contrapartes, plazos y títulos admisibles de las operaciones de expansión transitoria (repos) del Banco de la República, y las modalidades de títulos públicos y privados. También redujo el encaje en 2 puntos porcentuales (pp) en promedio (del 7% al 5%) y realizó compras de títulos públicos y privados. Por otra parte, para reducir la presión sobre el mercado cambiario, se introdujeron mecanismos de intervención (ventas de dólares *forward* y *swaps* de dólares) que facilitaron las coberturas y ampliaron la liquidez en dólares, sin afectar el monto de las reservas internacionales. Adicionalmente, la tasa de interés de política se redujo significativamente (-250 puntos base, pb), con el objetivo de reducir los costos financieros a los hogares y a las empresas y apoyar la recuperación económica a medida que los mercados retornaban a la normalidad. A septiembre de 2021 la tasa de interés de política se ubi-

1 Los niveles observados en 2018 son los más altos desde 2005.

2 Véase el *Reporte de Estabilidad Financiera*, marzo de 2018: <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-estabilidad-financiera-primer-semestre-2018>

caba en mínimos históricos nominales (1,75%) y reales, con lo cual en todo el período de la pandemia la postura de la política monetaria ha sido ampliamente expansiva.

Desde el inicio de la pandemia el Gobierno implementó medidas para reforzar la liquidez y facilitar el acceso de las empresas al crédito. Desde mediados de marzo expidió medidas para facilitar el otorgamiento de préstamos destinados a capital de trabajo y pagos de nóminas³. Para tal efecto, habilitó un programa de garantías con el Fondo Nacional de Garantías con un cupo de COP7,4 billones (b) destinado a crédito comercial⁴, que posteriormente aumentó hasta COP15 b. Según este programa, las empresas podrían cubrir hasta el 90% de los préstamos de acuerdo con sus vulnerabilidades y niveles de riesgo. También autorizó la apertura de líneas de crédito directo y de redescuento a través de Bancoldex, Findeter y Finagro con recursos iniciales por COP3,3 b⁵, que luego aumentó hasta COP3,9 b⁶. En cuanto a liquidez, aplazó el cumplimiento de obligaciones tributarias, aceleró la devolución de impuestos⁷ y aplazó el aporte a pensiones de abril y mayo⁸. Asimismo, implementó el Plan de Apoyo al Empleo Formal (PAEF)⁹, mediante el cual el Gobierno contribuía con el 40% de un sueldo mínimo por cada empleado que mantuvieran las empresas que demostraran caídas en sus ingresos en al menos el 20% en el período de la pandemia¹⁰; este subsidio se mantuvo vigente hasta marzo de 2021.

La Superintendencia Financiera de Colombia (Superfinanciera) expidió normas mediante las cuales les permitió otorgar un tratamiento especial a aquellos deudores que tuvieron problemas para cumplir con sus créditos. Sin afectar la calificación de la cartera¹¹ y con vigencia entre marzo y julio de 2020, la Superfinanciera autorizó a los EC para que acordaran con los deudores cambios temporales en la tasa de interés¹², en las cuotas, en los plazos y el otorgamiento de períodos de gracia. Luego, en el denominado Programa de Acompañamiento a Deudores (PAD)¹³, aplicado inicialmente hasta el segundo semestre de 2020, y prorrogado

hasta junio de 2021, definió los parámetros para ajustar las condiciones financieras de los préstamos vigentes. Este programa buscaba que las condiciones financieras fueran más compatibles con el deterioro que estaba enfrentando la actividad económica, sin aplicar las normas de reestructuración, pero reconociendo los impactos financieros y calculando, de acuerdo con la regulación ordinaria, las provisiones que resultaran de los modelos de evaluación de riesgos.

La fuerte expansión de liquidez y el incremento en la preferencia por activos líquidos se reflejó en un significativo aumento del M3 y de sus componentes. Los depósitos fueron suficientes para atender una importante demanda de crédito. Entre el cierre de febrero y junio de 2020 el M3 aumentó cerca del 9,5% (COP51,6 b), y registró tasas de crecimiento anuales del orden del 16%, las más altas de los últimos seis años, reflejando el fuerte incremento en la demanda por efectivo y por depósitos a la vista¹⁴. El conjunto de medidas implementadas por la JDBR permitió irrigar recursos adicionales a la economía por cerca de COP40 b entre marzo y junio de 2020. Estos recursos representaron aproximadamente el 35% de la base monetaria, 7% de la liquidez secundaria (M3), y 3,7% del PIB del país. El incremento en los depósitos, validado por la fuerte inyección de liquidez por parte del Banco, fue de tal magnitud que permitió una expansión de todos los rubros del activo de los EC¹⁵. La inyección de liquidez también ayudó a estabilizar los mercados de deuda pública y privada y a asegurar el buen funcionamiento del sistema de pagos. Adicionalmente, la relación cartera total en MN a depósitos fue amplia, sugiriendo disponibilidad de recursos para soportar el crecimiento del crédito.

En un entorno de alta incertidumbre al inicio de la pandemia, las empresas solicitaron una alta cantidad de crédito para protegerse ante futuros deterioros en sus flujos de caja. A finales de 2020 las empresas realizaron prepagos y la cartera comercial empezó a contraerse. En el segundo trimestre de 2021 este saldo empezó a crecer, aunque a tasas bajas. Desde mediados de marzo de 2020 la gran volatilidad e incertidumbre en los mercados, generada por la crisis sanitaria y los cierres de muchos sectores económicos¹⁶, contribuyeron al aumento de la demanda de crédito por parte de las empresas para prevenir el deterioro de sus flujos de caja. Así, en el bimestre marzo-abril los desembolsos de préstamos preferenciales se duplicaron frente a los observados en el resto del año, mientras que las amortizaciones se redujeron debido, en parte, a los períodos de gracia autorizados por la Superfinanciera. De esta forma, entre febrero y junio el salto en el nivel de la cartera comercial en MN fue notable¹⁷ y su crecimiento anual pasó del 3,7% al 10,3%. En el segundo semestre las amortizaciones aumentaron y se registraron prepagos de crédito, con lo cual hacia finales de 2020 se registró una caída de la cartera comercial. Esto se dio en un entorno en el que los períodos de gracia vencían, los temores de riesgos de liquidez se disipaban y la economía

3 Resoluciones 380 del 10 de marzo de 2020 y 385 del 12 de marzo de 2020. Decretos legislativos 417 del 17 de marzo de 2020, que declaró la Emergencia Económica, Social y Ecológica, y el Decreto 417 del 23 de marzo de 2020, con el que se autoriza a las entidades financieras oficiales de segundo piso el diseño de instrumentos para el apoyo del crédito a las empresas.

4 Para microempresas y trabajadores independiente se dispuso cupos por COP2,6 b que se han incrementado hasta COP10,6 b.

5 Véanse los Informes sobre el sistema financiero durante la Cuarentena Obligatoria por la Vida, Superintendencia Financiera de Colombia.

6 Para mayor detalle véase el Recuadro 2 del Informe de Política Monetaria de abril de 2020.

7 Decretos legislativos 520 del 6 de abril de 2020 y 535 del 10 de abril de 2020.

8 Decreto 558 de 2020.

9 Decreto Legislativo 639 del 6 de mayo de 2020.

10 Porcentaje que elevó al 50% en tal fecha cuando los empleados fueran mujeres y que la empresa perteneciera a los sectores más afectados por la pandemia, Ley 2060 del 22 de octubre de 2020.

11 Circulares Externas 007 y 014 de marzo de 2020.

12 Prohibiendo cualquier aumento de las tasas de interés inicialmente pactadas o algún cobro administrativo.

13 Circular Externa 022 del 30 de junio de 2020.

14 Dentro del M3 se presentó un alto crecimiento del efectivo y de depósitos a la vista. En el caso particular del efectivo, el crecimiento real fue el mayor desde la década de los ochenta.

15 Entre finales de febrero y junio de 2020 los depósitos crecieron COP39,4 b, en comparación con el crédito, el cual creció COP16 b.

16 Decretados por el Gobierno como estrategia para limitar la propagación del Covid-19.

17 La cartera comercial en MN pasó de COP231,6 b en febrero a COP251,4 b en junio de 2020.

se recuperaba, aunque a niveles todavía muy inferiores a los observados antes de la pandemia. Posteriormente en 2021, entre el primer y segundo trimestre se registró un aumento importante de la cartera comercial, pero su crecimiento anual a junio se reducía (la cartera comercial se contrajo en un 0,7% anual), en parte, por una alta base de comparación¹⁸. En septiembre el saldo de la cartera comercial superó los altos niveles observados un año atrás y registró un crecimiento anual del 2,36%, aun inferior que el estimado para la actividad económica. Este comportamiento se dio en un entorno de una fuerte recuperación del producto (después de los efectos negativos que generó la tercera ola de contagio del Covid-19 y los bloqueos viales sobre el producto del segundo trimestre), de mejora en las utilidades de los EC, de moderación del riesgo de crédito y de una postura de la TPM ampliamente expansiva.

Un análisis a los microdatos muestra que el comportamiento agregado de la cartera comercial exhibió una importante heterogeneidad durante la pandemia. La información desagregada por firma muestra que el comportamiento agregado de la cartera comercial contiene desempeños diferenciados por nivel de endeudamiento. Al comienzo de la pandemia el crédito fluyó principalmente a un número reducido de empresas con grandes desembolsos, en particular aquellas que buscaban liquidez para suplir la caída de su ingreso. De acuerdo con los datos, el 1% de las firmas que más aumentaron su endeudamiento ente diciembre de 2019 y junio de 2020 responden casi por la totalidad del comportamiento del crédito comercial agregado, su aumento y subsecuente disminución¹⁹. Al excluir este 1% con mayor crecimiento del endeudamiento, el comportamiento de la cartera comercial fue más estable, e incluso presentó una aceleración a partir del cuarto trimestre de 2020. Al descontar el 10% o el 20% de las firmas que más aumentaron su endeudamiento, el desempeño de dicha cartera tuvo una caída en el primer semestre de 2020 y una recuperación vigorosa en el segundo semestre. En síntesis, al comienzo de la pandemia el crédito fluyó principalmente a un número reducido de empresas grandes con altos desembolsos, en particular aquellas que buscaban liquidez para suplir la caída de sus ventas, mientras que desde finales de 2020 ha fluido al resto de empresas²⁰.

A pesar del fuerte incremento del crédito comercial al inicio de la pandemia, la percepción sobre la disponibilidad de crédito cayó, aunque menos que en otras crisis y, posteriormente, se registró una recuperación importante de este indicador. Los resultados de la *Encuesta trimestral de*

*expectativas económicas*²¹ sugieren que, en el segundo trimestre de 2020, las empresas percibieron una caída en la disponibilidad de crédito (Gráfico R2.5); no obstante, esta fue menos acentuada que la observada en otras crisis, como las registradas en 1999 o en la crisis financiera internacional de 2008-2009. Durante 2021 la percepción de disponibilidad de crédito se sigue recuperando y a octubre del mismo año continuó acercándose a su promedio histórico.

Gráfico R2.5
Percepción actual de disponibilidad de crédito



a/ Balance = percepción alta + ninguna percepción - percepción baja.
Fuente: Banco de la República (*Encuesta trimestral de expectativas económicas*).

Entre marzo y agosto de 2020 el riesgo de crédito comercial no aumentó debido, en gran parte, a las medidas implementadas por la Superfinanciera. Posteriormente, el riesgo de crédito se incrementó y solo hasta el tercer trimestre de 2021 se moderó. Hasta julio de 2020 el indicador de mora, incluyendo la cartera castigada, se mantuvo en los niveles observados en 2019, fluctuando en cerca del 8,2%. El riesgo no se reveló sino a partir de agosto de 2020, en la medida en que se vencían los períodos de gracia autorizados por la Superfinanciera y el recaudo de las obligaciones se normalizaba. En noviembre del mismo año el indicador aumentó hasta el 9,3%, nivel alrededor del cual fluctuó hasta el primer semestre de 2021. A esta estabilización contribuyó la recuperación de la actividad económica y la gestión del riesgo de crédito en el marco del PAD, que alivió las condiciones de crédito del 5% de la cartera comercial con períodos de gracia (duración promedio cinco meses), plazos (ampliación promedio de diecisiete meses), tasas de interés (reducción promedio de 128 pb) y cuotas (reducción promedio del 13,7%)²². Durante el tercer trimestre de 2021 se observó una reducción marginal de la mora, la cual en agosto se ubicó en el 9,1%.

El desempeño del crédito comercial durante la pandemia se dio en un entorno de transmisión de las reducciones de la TPM hacia las tasas de interés de los nuevos créditos comerciales preferenciales y ordinarios. En términos reales estas tasas están en niveles históricamente bajos. La evo-

18 Esto, a pesar del efecto positivo de la utilización de las garantías y líneas de crédito dispuestas por el Gobierno y la implementación del PAD. A diciembre, el uso de garantías llegó al 55% (cupó de COP15 b), el uso de líneas de crédito dispuestas por el Gobierno alcanzó el 87% (cupó de COP3,9 b) y el PAD fue COP12,5 b, equivalente al 5,1% de la cartera comercial. Estas políticas de crédito fueron sometidas a mayores exigencias para la aprobación de los desembolsos por parte de los EC como medida de control de riesgo.

19 Véase <https://www.banrep.gov.co/es/blog/dinamica-y-heterogeneidad-del-credito-comercial-el-periodo-pandemia>

20 Según el *Reporte de Mercado Laboral* número 20, de octubre de 2021, durante la pandemia las empresas con menor liquidez y margen de rentabilidad, y mayor grado de endeudamiento, son las que más redujeron su nómina durante la crisis.

21 Realizada por el Banco de la República y se aplica a comerciantes, industria manufacturera y minería, sistema financiero, grandes cadenas de almacenes, transporte y comunicaciones, académicos y consultores, y sindicatos.

22 Informe sobre el sistema financiero durante la Cuarentena Obligatoria por la Vida, octubre 27 de 2021, Superintendencia Financiera.

lución histórica de esta transmisión ha estado sujeta a una amplia incertidumbre y no ha sido inmediata, ya que depende de varios factores, tales como el estado de la economía, las características de los EC, los límites a las tasas de interés, las expectativas sobre la TPM, entre otros. Por ejemplo, en el caso colombiano, algunos estudios muestran que, en períodos con inflación por encima de la meta y brechas de producto positivas, disminuye la probabilidad de que se presente una transmisión de la TPM. También, que una transmisión del 90% de los cambios en la TPM hacia las tasas de interés de créditos preferenciales (catorce meses) es más rápida que hacia las de créditos comerciales ordinarios (veintitrés meses)²³. Como lo sugiere el índice de sensibilidad (IS), entre marzo de 2020 y septiembre de 2021 la transmisión fue más rápida que la usualmente observada en otros años y que la estimada en los estudios econométricos (Gráfico R2.6). En ese período, el 90% (IS ≈ 0,9) de

la transmisión de la caída acumulada de la TPM hacia las tasas preferenciales se alcanzó en septiembre de 2020 (seis meses), y la transmisión completa (IS ≈ 1) se observó en diciembre del mismo año (nueve meses). En el caso de las tasas de los créditos ordinarios, la transmisión del 90% se alcanzó en febrero de 2021 (once meses) y se completó en mayo de 2021 (catorce meses). En términos reales, las tasas de interés aplicada a créditos preferenciales y ordinarios disminuyeron, y a septiembre se encuentran en mínimos históricos (Gráfico R2.3). Por el contrario, a septiembre de 2021 la tasa de interés para microcréditos no había reaccionado a las reducciones de la TPM (IS = 0,03).

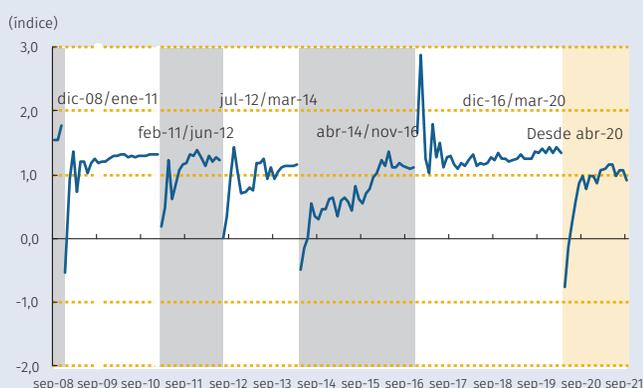
La reducción en la TPM también generó un menor costo financiero en gran parte del saldo total del crédito de las empresas. El alivio en el costo financiero del crédito también se registró en las tasas de interés aplicadas a los saldos de cartera comercial, ya que una fracción importante de los créditos están indexados al índice de referencia bancaria (IBR) o a la tasa de los depósitos a término (DTF). A febrero de 2020, del total del saldo de la cartera comercial, el 34,3% y el 39,7% estaban atados al IBR y a la DTF, respectivamente, cifras que pasaron en su mismo orden al 44,1% y 29,9% a mediados de septiembre de 2021 (Gráfico R2.7). Como en ese período la reducción en el IBR (-247 pb) y en la DTF (-241 pb) fue similar al descenso en la TPM (-250 pb), al 74% del saldo de los créditos comerciales se les redujo el costo financiero en la misma magnitud.

Gráfico R2.6
Índice de sensibilidad^{a/} de las tasas de interés de créditos comerciales preferenciales y ordinarios frente a la TPM^{b/}

A. Ordinario



B. Preferencial

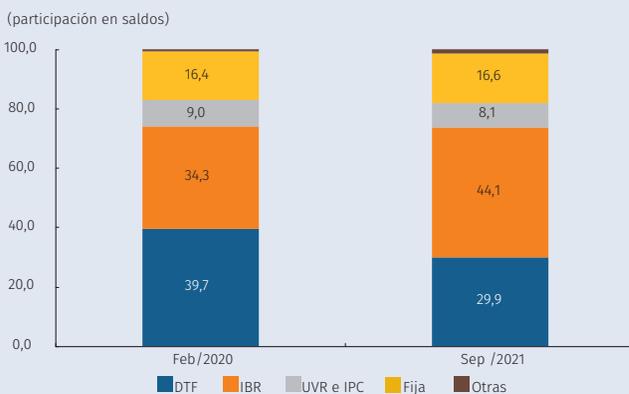


a/ Índice de sensibilidad (IS): El IS contrasta, para cada período de aumento o reducción de la TPM, el cambio acumulado de una tasa de mercado frente al cambio acumulado de la TPM, para cada período de subida o bajada de la TPM. Un IS < 0 significa una reacción contraria a la TPM; 0 < IS < 1 baja sensibilidad a la TPM (menos que proporcional); IS = 1 transmisión completa de la TPM; IS > 1 alta sensibilidad a la TPM (más que proporcional). Las franjas grises indican períodos de incrementos de la TPM, las blancas descensos y la última el período actual de bajada.

b/ Información al 1 de octubre de 2021.

Fuente: Banco de la República; cálculos propios.

Gráfico R2.7
Cartera comercial en moneda nacional por modalidad de la tasa de interés



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

23 Para más información véase “La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito”. Recuadro 1, Informe de Política Monetaria, abril de 2021, Banco de la República.

Anexo 1

Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros^{a/b/}

	Unidades	oct-21	dic-21	oct-22	dic-22	oct-23
IPC total	Variación mensual (media)	0,18	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	0,13	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
IPC total	Variación anual (media), fin de período	4,76 ^{c/}	4,88	3,63	3,52	3,15
IPC sin alimentos	Variación anual (media), fin de período	3,17 ^{c/}	3,48	3,22	3,21	2,94
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de período	3.750	3.730	3.700	3.670	3.600
Tasa de política	Porcentaje, fin de período	2,25	2,50	4,00	4,00	4,50

	Unidades	III-2021	IV-2021	2021	I-2022	II-2022	III-2022	IV-2022	2022	I-2023	II-2023	III-2023
PIB	Variación anual, serie original	10,5	5,9	8,6	4,2	4,4	3,6	3,5	3,7	3,2	3,4	n. d.
Desempleo	Trece ciudades, promedio del trimestre	14,1	13,0	n. d.	13,6	13,2	12,6	12,2	n. d.	12,4	11,8	n. d.
IBR (90 días)	Tasa efectiva anual, fin de período	n. a.	2,7	n. d.	3,2	3,7	4,0	4,2	n. d.	4,3	4,5	4,5
DTF	Tasa efectiva anual, fin de período	n. a.	2,6	n. d.	3,1	3,6	3,9	4,2	n. d.	4,3	4,4	4,5
Deficit fiscal (GNC) ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	8,5	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	7,0	n. d.	n. d.	n. d.
Deficit en cuenta corriente ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	5,0	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	4,5	n. d.	n. d.	n. d.

n. d.: no disponible.

n. a.: no aplica dado que el dato ya es observado.

a/ A partir de Informe de Política Monetaria de julio de 2020 se suspendió la realización del sondeo a analistas macroeconómicos locales y extranjeros y se presentan los datos correspondientes a los resultados de la Encuesta Mensual de Analistas Económicos (EME) del Banco de la República.

b/ Corresponde a la mediana de las respuestas de la Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos del Banco de la República, excepto para los valores del IPC e IPC sin alimentos, que corresponden al promedio.

c/ Datos calculados con base en los resultados de la Encuesta mensual de analistas económicos del Banco de la República.

d/ Los valores positivos representan déficit y los negativos superávit.

Fuente: Banco de la República (Encuesta Mensual de Expectativas de Analistas Económicos, aplicada en octubre de 2021).

Anexo 2

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años										
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Variables exógenas												
Externas ^{a/}												
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	4,0	3,6	2,7	2,1	1,6	2,6	2,5	1,4	-6,7	6,3	3,4
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	112	109	99	54	45	55	72	64	43	71	71
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período	0,14	0,11	0,09	0,13	0,40	1,00	1,83	2,16	0,38	0,09	0,14
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	119	113	101	184	212	129	114	99	141	137	169
Internas												
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período	1,6	1,5	1,4	1,5	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5	1,6
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual	4,5	4,3	3,9	3,3	2,7	2,4	2,5	2,9	-0,7	4,2	3,3
Variables endógenas												
Precios												
IPC total	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,44	1,94	3,66	6,77	5,75	4,09	3,18	3,80	1,61	4,9	3,6
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,67	2,46	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	.	.
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período	0,56	0,86	1,75	7,27	5,91	3,24	1,40	2,18	0,63	.	.
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,92	3,67	3,34	4,64	5,26	5,38	3,13	3,45	1,29	.	.
IPC regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,33	1,56	4,89	4,43	5,63	6,26	6,65	4,81	0,73	6,4	4,6
IPC alimentos ^{d/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	1,48	-0,23	5,24	13,08	6,65	0,48	1,87	5,80	4,80	13,4	1,2
IPC perecederos	Porcentaje, variación anual, fin del período	-3,90	-0,16	16,74	26,03	-6,63	5,84	8,88	8,66	2,49	.	.
IPC procesados	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,83	-0,24	2,54	9,62	10,74	-0,91	-0,08	5,04	5,43	.	.
Indicadores de inflación básica ^{e/}												
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,67	2,46	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	.	.
IPC núcleo 15	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,67	2,47	3,19	5,59	5,98	4,21	3,22	3,78	1,88	.	.
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,77	2,73	2,82	5,50	5,48	4,67	2,57	3,10	1,11	2,5	3,9
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,70	2,55	3,10	5,45	5,66	4,64	3,10	3,44	1,34	.	.
TRM	Pesos por dólar, promedio del período	1.798	1.869	2.001	2.742	3.055	2.951	2.956	3.281	3.693	.	.
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período	-3,4		-0,3	9,5	2,5	-1,7	-0,7	3,7	6,3	1,8	-0,3
Actividad económica												
Producto interno bruto (daec)												
Gasto de consumo final	Porcentaje, variación anual, daec	5,5	5,4	4,3	3,4	1,6	2,3	4,0	4,2	-3,9	.	.
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, variación anual, daec	5,6	4,6	4,2	3,1	1,6	2,1	3,2	3,9	-5,6	.	.
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, variación anual, daec	4,8	8,9	4,7	4,9	1,8	3,6	7,4	5,3	3,7	.	.
Formación bruta de capital	Porcentaje, variación anual, daec	2,9	7,8	12,0	-1,2	-0,2	-3,2	1,5	3,8	-20,3	.	.
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, variación anual, daec	3,3	8,5	9,2	2,8	-2,9	1,9	1,0	3,1	-20,6	.	.
Vivienda	Porcentaje, variación anual, daec	-0,7	6,4	10,4	9,5	-0,2	-1,9	-0,4	-8,4	-27,5	.	.
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, variación anual, daec	4,4	12,3	9,6	10,2	0,0	4,6	-3,5	2,9	-28,3	.	.
Maquinaria y equipo	Porcentaje, variación anual, daec	4,0	4,8	9,2	-9,3	-7,9	1,4	8,6	12,3	-10,3	.	.
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, variación anual, daec	-5,7	6,6	-1,3	2,3	13,1	0,3	-3,1	4,9	0,0	.	.
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, variación anual, daec	8,0	19,6	5,1	1,3	-12,0	1,2	1,5	1,6	-7,2	.	.
Demanda interna												
Exportaciones	Porcentaje, variación anual, daec	4,9	5,9	6,0	2,4	1,2	1,1	3,5	4,1	-7,2	.	.
Importaciones	Porcentaje, variación anual, daec	4,5	4,7	-0,3	1,7	-0,2	2,6	0,6	3,1	-18,3	.	.
Brecha del producto ^{f/}	Porcentaje	9,4	8,5	7,8	-1,1	-3,5	1,0	5,8	7,3	-17,3	.	.
Indicadores coyunturales	Porcentaje	0,0	0,8	1,4	1,1	0,5	-0,5	-0,5	-0,1	-6,5	-1,4	-0,1
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	-0,2	-1,3	1,7	2,0	3,8	0,0	2,7	1,4	-8,2	.	.
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	4,2	5,5	8,4	6,3	2,0	-0,1	5,4	8,1	-1,7	.	.
Producción de café	Porcentaje, variación anual producción acumulada del período	-0,8	40,6	11,5	16,8	0,4	-0,3	-4,5	8,8	-5,8	.	.
Producción de petróleo	Porcentaje, variación anual, promedio del período	3,2	6,6	-1,9	1,6	-11,7	-3,7	1,4	2,4	-11,8	.	.
Mercado laboral ^{g/}												
Total nacional												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	10,4	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	15,9	13,6	11,4
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	57,8	58,0	58,4	59,0	58,5	58,4	57,8	56,6	49,8	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	64,5	64,2	64,2	64,7	64,5	64,4	64,0	63,3	59,2	.	.
Trece ciudades y áreas metropolitanas												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	11,2	10,6	9,9	9,8	10,0	10,6	10,8	11,2	18,2	15,5	13,1
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	60,1	60,3	61,2	61,4	60,7	59,9	59,2	58,6	50,8	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	67,6	67,5	67,9	68,0	67,5	67,0	66,4	66,0	62,1	.	.
Balanza de pagos ^{h/i/}												
Cuenta corriente (A + B + C)												
Porcentaje del PIB	Millones de dólares	-11.640	-12.365	-19.819	-18.702	-12.587	-10.110	-14.188	-14.991	-9.927	-16.583	-15.546
A. Bienes y servicios	Porcentaje, términos nominales	-3,1	-3,2	-5,2	-6,3	-4,4	-3,2	-4,2	-4,6	-3,6	-5,3	-4,6
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-1.465	-3.250	-12.332	-19.004	-13.451	-8.947	-10.703	-14.336	-13.371	-18.359	-14.907
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	-15.008	-14.002	-12.108	-5.450	-5.312	-8.046	-11.442	-9.710	-5.343	-8.675	-10.717
Cuenta financiera (A + B + C + D)												
Porcentaje del PIB	Millones de dólares	-11.553	-11.740	-19.292	-18.060	-12.339	-9.625	-12.954	-13.299	-8.319	.	.
A. Inversión extranjera (i - ii)	Porcentaje, términos nominales	-3,1	-3,1	-5,1	-6,1	-4,4	-3,1	-3,9	-4,1	-3,1	.	.
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	-15.646	-8.558	-12.270	-7.403	-9.341	-10.011	-6.712	-10.836	-5.921	.	.
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	15.040	16.210	16.169	11.621	13.858	13.701	11.299	13.990	7.641	.	.
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	-606	7.652	3.899	4.218	4.517	3.690	5.126	3.153	1.721	.	.
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-4.769	-7.438	-11.565	-9.091	-4.945	-1.800	862	24	-1.792	.	.
D. Activos de reserva	Millones de dólares	3.457	-2.690	106	-1.981	1.781	1.641	-8.831	-5.820	-4.934	.	.
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	5.406	6.946	4.437	415	165	545	1.187	3.333	4.328	.	.
Tasas de interés												
Tasa de política	Porcentaje, promedio del período	5,00	3,40	3,90	4,70	7,10	6,10	4,40	4,25	2,90	.	.
Tasa de política esperada por analistas ^{j/}	Porcentaje, promedio del período										1,90	3,50
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período	5,0	3,4	3,8	4,7	7,1	6,1	4,3	4,3	2,9	.	.
Tasa de interés comercial ^{k/}	Porcentaje, promedio del período	10,3	8,7	8,7	9,4	12,8	11,1	9,3	8,8	7,5	.	.
Tasa de interés de consumo ^{l/}	Porcentaje, promedio del período	19,2	17,9	17,3	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5	15,1	.	.
Tasa hipotecaria ^{m/}	Porcentaje, promedio del período	13,2	11,1	11,1	11,0	12,4	11,6	10,6	10,4	10,2	.	.

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

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

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 principales socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por su participación en el comercio no tradicional.

c/ Cálculos del Banco de la República con base en su nueva clasificación; excluye la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

d/ Cálculos del Banco de la República con base en su nueva clasificación; igual a la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas producida por el DANE (no incluye las subclases correspondientes a las comidas fuera del hogar). Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

e/ Cálculos del Banco de la República con base en su nueva clasificación. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

f/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

g/ Se calculan las tasas con base en las poblaciones anuales desestacionalizadas.

h/ 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>.

i/ Los resultados para 2019, 2020 son preliminares.

j/ Corresponde a la mediana de las proyecciones de los analistas. Estas proyecciones son calculadas tomando el promedio anual de las respuestas mensuales de la encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en octubre de 2021.

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

l/ No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.

m/ Corresponde al promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos para adquisición de vivienda diferente a VIS -Vivienda de Interés Social- en pesos y UVR.

Anexo 2 (continuación)

Principales variables del pronóstico macroeconómico

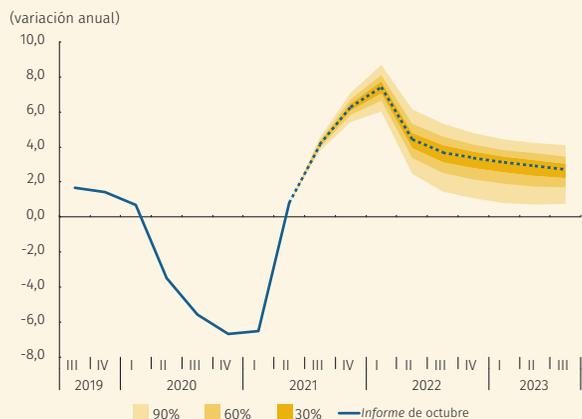
	2017				2018				
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
Variables exógenas									
Externas ^{a/}									
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación trimestral anualizada, corregido por estacionalidad	2,3	3,4	3,1	3,0	2,3	3,3	0,9	0,9
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	55	51	52	61	67	75	76	69
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período	0,70	0,95	1,15	1,20	1,45	1,74	1,92	2,22
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	144	130	127	113	99	113	110	132
Internas									
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período								
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual								
Variables endógenas									
Precios									
IPC total	Porcentaje, variación anual, fin del período	4,69	3,99	3,97	4,09	3,14	3,20	3,23	3,18
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	5,55	5,40	4,86	5,03	3,97	3,73	3,67	3,51
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período	5,69	4,28	3,46	3,24	1,67	1,39	1,39	1,40
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período	5,87	5,55	5,02	5,38	4,09	3,79	3,60	3,13
IPC regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período	4,71	6,33	6,10	6,26	6,28	6,21	6,35	6,65
IPC alimentos ^{d/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	1,46	-1,21	0,59	0,48	-0,06	1,11	1,47	1,87
IPC perecederos	Porcentaje, variación anual, fin del período	-13,09	-14,72	-0,32	5,84	7,13	8,47	9,51	8,88
IPC procesados	Porcentaje, variación anual, fin del período	6,28	3,29	0,84	-0,91	-2,01	-0,91	-0,72	-0,08
Indicadores de inflación básica ^{e/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del período	5,55	5,40	4,86	5,03	3,97	3,73	3,67	3,51
IPC núcleo ^{f/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	5,63	5,16	4,49	4,21	3,45	3,24	3,19	3,22
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período	5,81	5,13	4,50	4,67	3,28	2,99	2,87	2,57
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, variación anual, fin del período	5,66	5,23	4,62	4,64	3,57	3,32	3,24	3,10
TRM	Pesos por dólar, promedio del período	2,923	2,919	2,977	2,987	2,860	2,841	2,961	3,164
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período	-3,0	-3,1	-0,6	-0,1	-3,4	-3,7	-0,4	4,5
Actividad económica									
Producto interno bruto									
Gasto de consumo final	Porcentaje, variación anual, daec	1,3	1,5	1,3	1,3	2,3	2,1	2,8	3,0
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, variación anual, daec	2,1	2,3	2,6	2,3	3,8	4,0	4,0	4,1
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, variación anual, daec	1,7	2,3	2,4	1,8	3,3	3,3	3,2	3,1
Formación bruta de capital	Porcentaje, variación anual, daec	3,9	2,4	3,5	4,9	6,7	7,4	7,8	7,5
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, variación anual, daec	0,3	-2,5	-4,1	-6,6	-5,0	0,9	1,2	9,4
Vivienda	Porcentaje, variación anual, daec	-0,4	1,7	6,0	0,4	-0,4	2,0	1,4	1,2
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, variación anual, daec	3,8	2,0	-1,6	-11,2	-8,0	-1,2	5,5	3,1
Maquinaria y equipo	Porcentaje, variación anual, daec	-3,5	6,0	11,2	5,2	-6,5	-0,8	-6,2	-0,6
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, variación anual, daec	-5,0	-1,8	8,2	4,4	12,5	13,5	7,5	1,9
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, variación anual, daec	18,6	1,0	-10,8	-4,9	-9,0	-3,2	4,1	1,5
Demanda interna	Porcentaje, variación anual, daec	-3,2	1,9	3,7	2,6	2,5	2,4	0,7	0,6
Exportaciones	Porcentaje, variación anual, daec	1,1	1,3	1,3	0,8	1,6	3,6	3,5	5,1
Importaciones	Porcentaje, variación anual, daec	4,2	5,6	2,7	-2,0	-1,4	-1,8	-0,8	6,7
Brecha del producto ^{g/}	Porcentaje	3,7	1,4	-0,8	-0,2	0,3	5,4	7,1	10,7
Indicadores coyunturales	Porcentaje	0,2	0,0	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,6	-0,5
Mercado laboral ^{h/}									
Total nacional									
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	9,4	9,1	9,4	9,6	9,4	9,6	9,6	10,3
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	58,4	58,9	58,3	57,8	57,8	58,2	58,2	57,0
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	64,5	64,8	64,4	64,0	63,8	64,3	64,3	63,5
Trece ciudades y áreas metropolitanas									
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	10,4	10,5	10,9	10,6	10,7	10,5	10,5	11,3
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	60,3	60,3	59,7	59,2	59,2	59,8	59,5	58,4
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	67,3	67,3	67,0	66,3	66,3	66,8	66,6	65,8
Balanza de pago ^{h/i/}									
Cuenta corriente (A + B + C)									
Cuenta corriente	Millones de dólares	-3.466	-2.471	-2.622	-1.552	-3.074	-3.507	-3.456	-4.151
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-4,7	-3,3	-3,3	-1,9	-3,8	-4,2	-4,0	-4,9
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-2.706	-2.596	-2.387	-1.258	-1.891	-2.593	-2.722	-3.497
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-2.286	-1.558	-1.993	-2.208	-2.922	-2.784	-2.769	-2.967
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	1.527	1.684	1.759	1.914	1.739	1.870	2.035	2.313
Cuenta financiera (A + B + C + D)									
Cuenta financiera	Millones de dólares	-2.986	-2.625	-2.379	-1.635	-2.876	-2.719	-3.487	-3.872
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-4,0	-3,5	-3,0	-2,0	-3,5	-3,3	-4,1	-4,6
A. Inversión extranjera (ii - i)	Millones de dólares	-1.743	-1.217	-4.112	-2.939	-910	-2.273	-2.375	-615
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	2.459	2.492	4.957	3.793	1.982	3.773	2.704	2.839
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	716	1.275	845	854	1.072	1.500	330	2.224
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	182	-2.178	-424	620	1.715	350	482	-1.684
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-1.518	617	2.031	512	-3.817	-945	-1.763	-2.305
D. Activos de reserva	Millones de dólares	93	154	126	173	137	150	169	732
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	479	-154	242	-83	197	788	-31	280
Tasas de interés									
Tasa de política	Porcentaje, promedio del período	7,38	6,56	5,48	4,99	4,58	4,33	4,25	4,25
Tasa de política esperada por analistas ^{j/}	Porcentaje, promedio del período								
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período	7,4	6,6	5,5	5,0	4,6	4,3	4,3	4,3
Tasa de interés comercial ^{k/}	Porcentaje, promedio del período	12,8	11,7	10,6	10,1	9,5	9,5	9,3	9,0
Tasa de interés de consumo ^{l/}	Porcentaje, promedio del período	20,2	19,7	19,1	18,7	17,9	18,0	17,3	17,3
Tasa hipotecaria ^{m/}	Porcentaje, promedio del período	12,5	12,3	11,3	10,9	10,8	10,6	10,5	10,5

Nota: 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 principales socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por su participación en el comercio no tradicional.
 c/ Cálculos del Banco de la República con base en su nueva clasificación; excluye la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investigacion.banrep.gov.co/es/be-1122>.
 d/ Cálculos del Banco de la República con base en su nueva clasificación; igual a la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas producida por el DANE (no incluye las subclases correspondientes a las comidas fuera del hogar). Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investigacion.banrep.gov.co/es/be-1122>.
 e/ Cálculos del Banco de la República con base en su nueva clasificación. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investigacion.banrep.gov.co/es/be-1122>.
 f/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.
 g/ Corresponde al trimestre móvil desestacionalizado.
 h/ 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>.
 i/ Los resultados para 2019, 2020 y 2021 son preliminares.
 j/ 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 2021.
 k/ Promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos ordinarios, de tesorería y preferenciales.
 l/ No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.
 m/ Corresponde al promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos para adquisición de vivienda diferente a VIS -Vivienda de Interés Social- en pesos y UVR.

	2019				2020				2021				2022				2023			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
Variables exógenas																				
Externas ^{a/}																				
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación trimestral anualizada, corregido por estacionalidad	1,1	2,9	1,8	-2,0	-7,5	-43,8	48,9	11,5	5,1	5,0	3,5	3,5	3,4	3,2	2,9	2,5	2,5	2,5	2,5
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	64	68	62	62	51	33	43	45	61	69	73	80	76	72	70	67	66	65	65
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período	2,40	2,40	2,19	1,64	1,26	0,06	0,09	0,09	0,08	0,07	0,09	0,13	0,13	0,13	0,13	0,17	0,38	0,42	0,63
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	121	104	90	83	125	206	132	104	110	131	143	165	167	168	170	170	170	170	170
Internas																				
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período																			
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual																			
Variables endógenas																				
Precios																				
IPC total	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,21	3,43	3,82	3,80	3,86	2,19	1,97	1,61	1,51	3,63	4,51	4,9	5,0	4,3	3,7	3,6	3,7	3,5	3,3
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,27	3,22	3,37	3,45	3,26	1,40	1,57	1,03	1,06	2,70	3,03	.	.	.	.	.	.	.	.
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período	1,09	1,60	1,83	2,18	2,41	0,73	1,15	0,63	1,05	2,57	2,97	.	.	.	.	.	.	.	.
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,01	3,10	3,37	3,45	3,22	2,00	1,86	1,29	0,89	1,61	2,01	.	.	.	.	.	.	.	.
IPC regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período	6,33	5,24	5,03	4,81	4,27	6,55	4,13	4,80	3,92	8,52	12,40	6,4	5,6	4,7	4,3	4,6	4,9	4,5	4,1
IPC alimentos ^{d/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,24	4,96	6,49	5,80	7,19	6,49	3,64	2,17	2,33	1,88	1,67	13,4	10,8	6,3	3,3	1,2	2,1	1,8	1,6
IPC perecederos	Porcentaje, variación anual, fin del período	9,98	15,46	17,50	8,66	9,79	2,52	-3,42	2,49	1,58	8,69	14,82	.	.	.	.	.	.	.	.
IPC procesados	Porcentaje, variación anual, fin del período	1,43	2,18	3,57	5,04	6,46	7,75	6,40	5,43	4,60	8,47	11,74	.	.	.	.	.	.	.	.
Indicadores de inflación básica ^{e/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	.	.	.	.	.	.	.	.
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,27	3,22	3,37	3,45	3,26	1,40	1,57	1,03	1,06	2,70	3,03	.	.	.	.	.	.	.	.
IPC núcleo ^{f/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,24	3,34	3,66	3,78	3,64	2,17	2,33	1,88	1,67	3,26	3,79	.	.	.	.	.	.	.	.
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,41	2,65	2,92	3,10	2,99	1,65	1,67</												

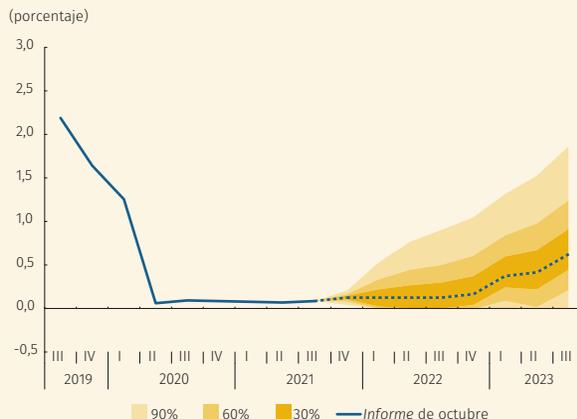
Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

Gráfico A3.1
Supuesto trimestral del crecimiento a 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales



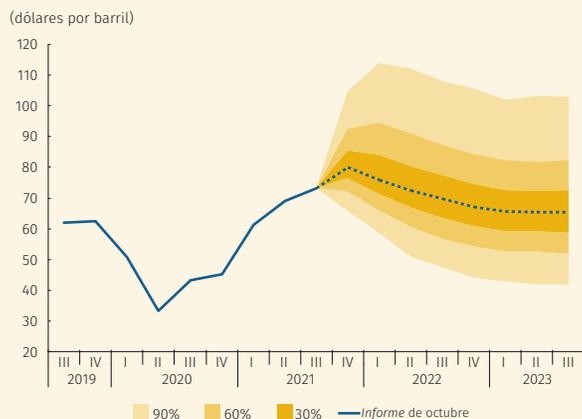
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).
Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadística, bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico A3.3
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos



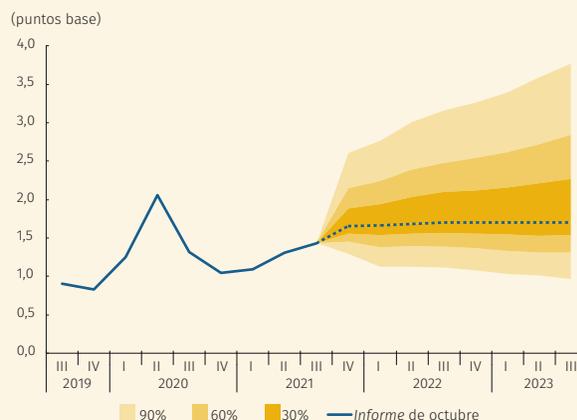
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).
Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico A3.2
Supuesto trimestral del precio del petróleo



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico A3.4
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)^{a/, b/}

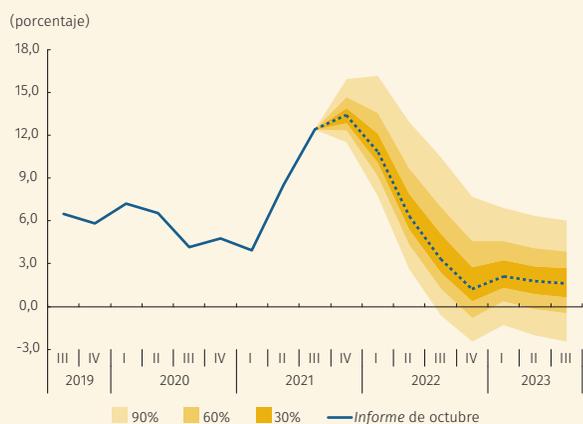


a/ Corresponde a los *Credit default swaps* a cinco años.
b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM.
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Anexo 3 (continuación)

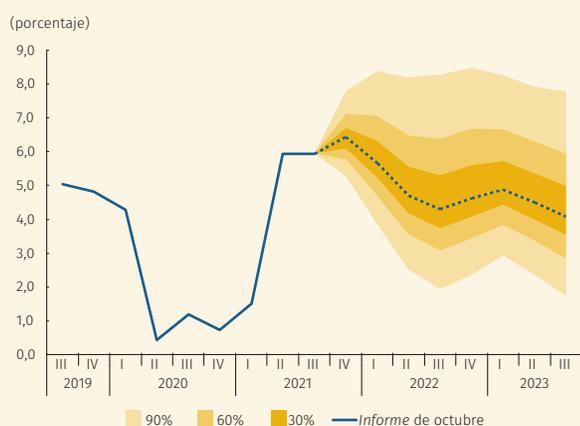
Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

Gráfico A3.5
IPC de alimentos^{a/}
(variación anual; fin de período)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico A3.6
IPC de regulados^{a/}
(variación anual, fin de período)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.