
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ISSN - 2711 - 1164



10 /
2022



Octubre de 2022

INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 28 de octubre de 2022.

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

ISSN - 2711 - 1164



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
Didier Hermida
Karen Pulido
Sergio Restrepo

Sección de Programación Macroeconómica

Aarón Garavito
Jefe

Luis Hernán Calderón
Camilo González
Franky Galeano
Viviana Alfonso
Edward Gómez

Sección de Gestión del Proceso de Pronóstico

Celina Gaitán
Jefe

Andrea Salazar
Nicol Rodríguez
Tatiana Mora

Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann
Director

Sección de Pronóstico

Julián Pérez
Jefe

Jose Vicente Romero
Marcela De Castro
Sara Naranjo
Juan Andrés Rincón
Jonathan Alexander Muñoz

Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

Alexander Guarín
Jefe

Juan Camilo Méndez
Anderson Grajales

(*) En la elaboración de este Informe también colaboraron Leonardo Morales, investigador principal 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; Steven Zapata, David López y Manuela Quintero, profesionales de la Sección de Sector Público; Pablo Montealegre, Miguel Angel Cely, Juan Camilo Gómez, María Valentina Castañeda, David Esteban Puerta, Johanna Barbosa, Loana Beltrán y Edison Albeiro Fino, 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

1. Resumen **9**
 - 1.1 Resumen macroeconómico **9**
 - 1.2 Decisión de política monetaria **11**

2. 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**

3. 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: Inflación de alimentos: una comparación con otros países **42**

Anexo 1 Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros **47**

Anexo 2 Principales variables del pronóstico macroeconómico **49**

Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico **52**

Índice de gráficos

- Gráfico 1.1** Índice de precios al consumidor **9**
- Gráfico 1.2** IPC sin alimentos ni regulados **9**
- Gráfico 1.3** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **10**
- Gráfico 1.4** Brecha del producto **10**
- Gráfico 1.5** Tasa de política, TIB e IBR **12**

- Gráfico 2.1** PIB real de socios comerciales **13**
- Gráfico 2.2** Probabilidad de recesión a un año en algunas de las principales economías del mundo **13**
- Gráfico 2.3** Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país **14**
- Gráfico 2.4** Tasa de interés de política monetaria en algunos de los principales socios comerciales del país **15**
- Gráfico 2.5** Supuesto trimestral del precio del petróleo **15**
- Gráfico 2.6** Mercado mundial de petróleo y otros combustibles líquidos **16**
- Gráfico 2.7** Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos **16**
- Gráfico 2.8** Condiciones financieras e indicadores de riesgo en economías avanzadas **17**
- Gráfico 2.9** Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) **18**
- Gráfico 2.10** Comportamiento de la tasa de cambio nominal y de la prima de riesgo para algunos países de América Latina **18**
- Gráfico 2.11** Índice de precios al consumidor **19**
- Gráfico 2.12** Brecha inflacionaria del TCR trimestral **20**
- Gráfico 2.13** IPC sin alimentos ni regulados **20**
- Gráfico 2.14** IPC alimentos **20**
- Gráfico 2.15** IPC regulados **21**
- Gráfico 2.16** Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa **21**
- Gráfico 2.17** Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) **22**
- Gráfico 2.18** PIB trimestral **22**
- Gráfico 2.19** Importaciones totales de bienes (CIF) **23**
- Gráfico 2.20** Exportaciones totales de bienes (FOB) **24**
- Gráfico 2.21** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **24**
- Gráfico 2.22** Niveles del PIB **25**
- Gráfico 2.23** Brecha del producto **26**
- Gráfico 2.24** Cuenta corriente anual **27**
- Gráfico 2.25** Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas **28**
- Gráfico 2.26** Índice de precios al consumidor, densidad predictiva **30**
- Gráfico 2.27** IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva **30**
- Gráfico 2.28** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva **31**
- 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 **32**
- 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 y sus componentes **34**
- Gráfico 3.6** IPP por procedencia **35**
- Gráfico 3.7** Producto interno bruto trimestral **35**
- Gráfico 3.8** Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General **35**
- Gráfico 3.9** Niveles de los grandes componentes del gasto relativos al cuarto trimestre de 2019 **36**
- Gráfico 3.10** Formación bruta de capital fijo **36**
- Gráfico 3.11** Exportaciones, importaciones y balanza comercial **36**
- Gráfico 3.12** Niveles sectoriales de valor agregado del segundo trimestre de 2022 relativos al cuarto trimestre de 2019 **37**
- Gráfico 3.13** Población ocupada por dominios geográficos **37**
- Gráfico 3.14** Empleo por posición ocupacional: agregado nacional **37**

Gráfico 3.15 Tasa de desempleo por dominios geográficos **38**
Gráfico 3.16 Curva de Beveridge para las siete ciudades principales **38**
Gráfico 3.17 Tasas reales de interés del crédito **40**
Gráfico 3.18 Cartera bruta en moneda nacional **40**
Gráfico 3.19 Indicador de mora **41**

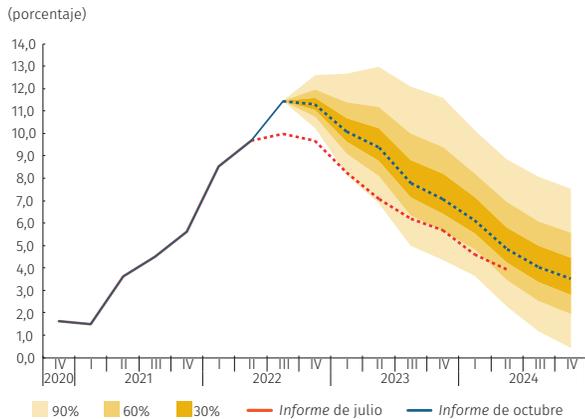
Índice de cuadros

Cuadro 2.1 Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales **/14**

Cuadro 3.1 Tasas de interés promedio mensual **/39**

1. Resumen

Gráfico 1.1
Índice de precios al consumidor ^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)

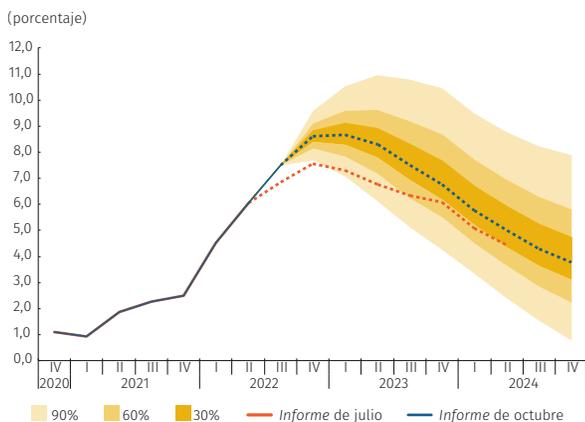


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 9 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 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 1.2
IPC sin alimentos ni regulados ^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 9 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 el 4GM.

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

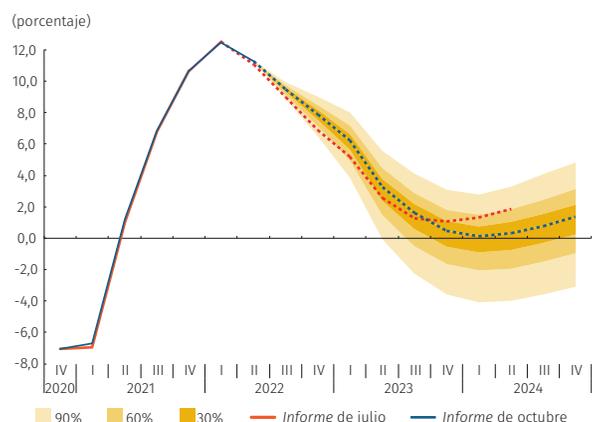
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

1.1 Resumen macroeconómico

En septiembre la inflación total (11,4% anual) y el promedio de las medidas de inflación básica (8,6% anual) continuaron con su tendencia creciente y registraron aumentos superiores a los estimados. Los pronósticos volvieron a aumentar y las expectativas de inflación se mantienen por encima del 3%.

Las sorpresas inflacionarias en el tercer trimestre fueron significativas y generalizadas, y son el resultado de múltiples choques. Por un lado, los choques internacionales de costos y de precios, que han afectado principalmente a bienes y alimentos, continúan ejerciendo presiones al alza sobre la inflación del país. A estos choques de oferta de origen externo se han sumado choques de oferta internos que han afectado también a los alimentos. Por otro lado, la fuerte recuperación de la demanda agregada, en especial del consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo, así como la mayor depreciación acumulada del peso y su transmisión a los precios internos, también explican el aumento de la inflación. A esto se suma la indexación, tanto al índice de precios al consumidor (IPC), como al índice de precios al productor (IPP), lo que continúa teniendo impactos significativos sobre los precios de la energía y, en menor medida, sobre otros servicios públicos y los arriendos. Frente al Informe de julio, la nueva senda esperada para la inflación total y básica (sin alimentos ni regulados: SAR) es superior en el horizonte de pronóstico (gráficos 1.1 y 1.2), principalmente por las presiones de la tasa de cambio, los mayores excesos de demanda, y la indexación a mayores tasas de inflación, pero mantiene su dinámica de convergencia hacia la meta. En el caso de los alimentos, se sigue esperando una buena oferta interna de los perecederos y alguna moderación en los precios internacionales de los procesados, pero se estiman mayores presiones de costos laborales, de precios de insumos y de la tasa de cambio sobre los precios de este grupo. En el IPC de regulados, el nuevo pronóstico supone rebajas en los precios de la energía al final de este año, pero los efectos de indexación a una inflación más alta y los aumentos esperados en los precios de los combustibles continuarían impulsando este grupo del IPC. Así, la nueva proyección sugiere que en diciembre la inflación se situaría en el 11,3%, y disminuiría a lo largo de 2023 y 2024 para cerrar en el 7,1% y el 3,5%, respectivamente. Estos pronósticos tienen una incertidumbre elevada, relacionada en especial con el comportamiento futuro de las condiciones financieras internacionales, los choques externos de costos y de precios, la persistencia de la depreciación del peso, el ritmo de ajuste de la demanda interna, el grado de indexación de los contratos nominales y las decisiones que se tomen en cuanto al precio interno de los combustibles y de la energía eléctrica.

Gráfico 1.3
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres^{a/, b/, c/}
(variación anual)



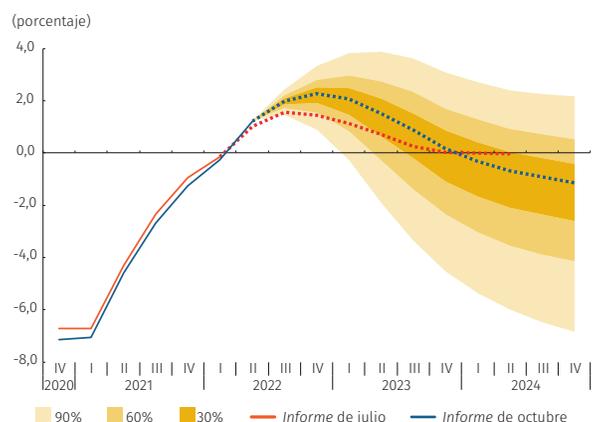
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 9 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 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 1.4
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 y su senda más probable para un horizonte a 9 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 el 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.

La actividad económica sigue sorprendiendo al alza y la proyección de crecimiento para 2022 aumentó del 6,9% al 7,9%, pero se redujo para 2023 del 1,1% al 0,5% (Gráfico 1.3). Con esto, los excesos de demanda se estiman mayores que en el Informe anterior y se diluirían en 2023. El crecimiento económico del segundo trimestre resultó mayor de lo estimado en julio, debido a una demanda interna más fuerte, principalmente por el consumo privado. Los indicadores de actividad económica para el tercer trimestre sugieren que el PIB habría mantenido un nivel alto, superior a su potencial, con una variación anual del 6,4% y superior en 0,6% al observado en el segundo. No obstante, estas cifras reflejarían una desaceleración en su crecimiento trimestral y anual. La demanda interna presentaría un comportamiento similar, con un valor elevado, mayor que el del producto, explicado en particular por la fuerte dinámica del consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo. La inversión en construcción habría continuado con un desempeño mediocre, que la situaría aún en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. El déficit comercial se habría ampliado debido a unas importaciones elevadas, con una dinámica más fuerte que la de las exportaciones. Se espera que en el horizonte de pronóstico el consumo se reduzca desde los altos niveles actuales, en parte como consecuencia de unas condiciones financieras internas más apretadas, de una menor demanda represada, de mayores presiones cambiarias sobre los precios de los bienes importados, y de un deterioro del ingreso real por el aumento de la inflación. La inversión continuaría rezagada, sin alcanzar los niveles observados antes de la pandemia, en un entorno de altos costos de financiamiento y elevada incertidumbre. La menor dinámica proyectada de la demanda interna y los altos niveles de los precios del petróleo y de otros bienes básicos que exporta el país se reflejarían en una reducción del déficit comercial. Con todo esto, el crecimiento económico para todo 2022, 2023 y 2024 se situaría en el 7,9%, 0,5% y el 1,3%, respectivamente. Se estiman unos excesos de demanda más altos (medidos a través de la brecha de producto) que lo contemplado en el Informe anterior, que se diluirían en 2023 y que podrían tornarse negativos en 2024 (Gráfico 1.4). Estas estimaciones continúan sujetas a un alto grado de incertidumbre, asociado con las tensiones políticas globales, el aumento de las tasas de interés internacionales y sus efectos sobre la demanda y las condiciones financieras externas del país. En el contexto interno, la evolución de la política fiscal, así como las medidas futuras en materia de política económica y sus posibles efectos sobre los desbalances macroeconómicos del país, entre otros, son factores de incertidumbre que inciden sobre las primas de riesgo, la tasa de cambio, la inversión y la actividad económica del país.

Las tasas de interés de varios de los principales bancos centrales del mundo siguen aumentando, algunas a un ritmo mayor del esperado por el mercado, como respuesta a los ele-

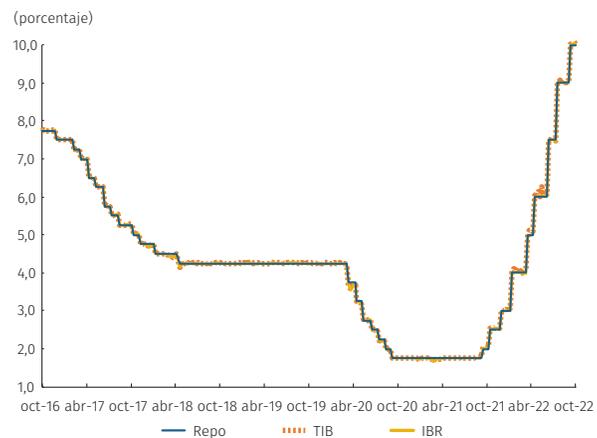
vados niveles de inflación y de sus expectativas, las cuales continúan superando las metas. Con esto, la proyección del crecimiento global se sigue moderando, las primas de riesgo han aumentado y el dólar continúa fortaleciéndose frente a las principales monedas. Las presiones internacionales sobre la inflación global se han acentuado. En los Estados Unidos la inflación básica no ha cedido, presionada por el comportamiento del IPC de servicios y un mercado laboral apretado. Consecuentemente, la Reserva Federal (Fed) continuó con el fuerte ritmo de incremento de la tasa de interés de política, la cual se espera que ahora llegue a niveles mayores que los pronosticados hace tres meses. Otras economías desarrolladas y emergentes también aumentaron su tasa de interés de política. Así, las condiciones financieras internacionales se han apretado de manera significativa, lo que se ha reflejado en un fortalecimiento generalizado del dólar, aumentos en las primas de riesgo mundial y desvalorización de activos riesgosos, efectos que recientemente han sido más acentuados en Colombia que en la mayoría de sus pares en la región. Considerando todo lo anterior, el equipo técnico del Banco aumentó su supuesto sobre el sendero de la tasa de interés de la Fed, redujo el pronóstico de crecimiento de la demanda externa del país y elevó la senda proyectada de la prima de riesgo. Esta última se mantiene alta, en niveles superiores a su promedio histórico, en un entorno de gran incertidumbre local y amplias necesidades de financiamiento del sector externo y del sector público. Todo esto se traduce en mayores presiones inflacionarias asociadas con la depreciación del peso. La incertidumbre sobre los pronósticos externos y sobre su impacto en el país se mantiene elevada, dada la imprevisible evolución del conflicto entre Rusia y Ucrania, de las tensiones geopolíticas y del endurecimiento de las condiciones financieras externas, entre otros.

El contexto macroeconómico de alta inflación, de pronósticos y expectativas de inflación superiores al 3% y de brecha de producto positiva requieren una postura de la política monetaria en terreno contractivo, compatible con el ajuste macroeconómico necesario eliminar los excesos de demanda, mitigar el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación y garantizar la convergencia de la inflación a la meta. Frente a los pronósticos del *Informe* de julio, la demanda interna ha sido más dinámica, con un mayor nivel observado del producto que supera la capacidad productiva de la economía. La inflación total y básica han registrado aumentos sorpresivos asociados con efectos de choques externos e internos sobre los precios más persistentes de lo anticipado, con excesos de demanda y con procesos de indexación en algunos grupos del IPC. La prima de riesgo país y las tasas de interés internacionales observadas y esperadas se incrementaron. En consecuencia, se acentuaron las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio y aumentó la probabilidad de que la tasa de interés real neutral sea más alta que la estimada en este *Informe*. En general, las expectativas de inflación a todos los plazos y el pronóstico de inflación para 2023 del equipo técnico del Banco volvieron a incrementarse y se siguen alejando del 3%. Todo lo anterior elevó el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación y podría acentuar procesos de indexación generalizados que alejen por más tiempo la inflación de la meta. En este contexto, es necesario consolidar una postura contractiva de la política monetaria que propenda por la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de pronóstico y por la reducción de los excesos de demanda para garantizar una senda sostenible del nivel de producto.

1.2 Decisión de política monetaria

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) en sus reuniones de septiembre y octubre de 2022 decidió continuar con el proceso de ajuste de la política moneta-

Gráfico 1.5
Tasa de política, TIB e IBR^{a/}
(datos semanales)

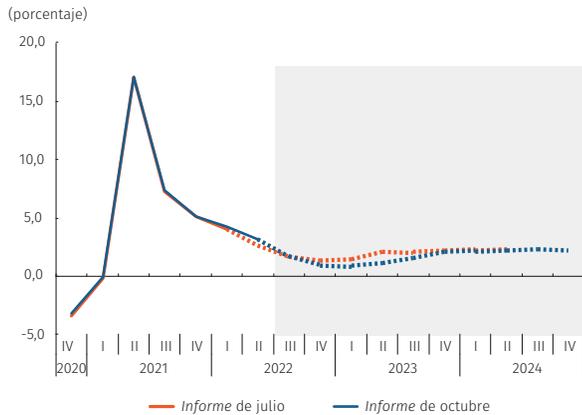


a/ TIB: Tasa Interbancaria. IBR: Indicador Bancario de Referencia. Repo: tasa de política.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

ria. La JDBR decidió por mayoría incrementar la tasa de interés de política monetaria en 100 puntos básicos (pb) en septiembre y por unanimidad en 100 pb en su reunión de octubre. Así la tasa se ubica en 11,0% (Gráfico 1.5).

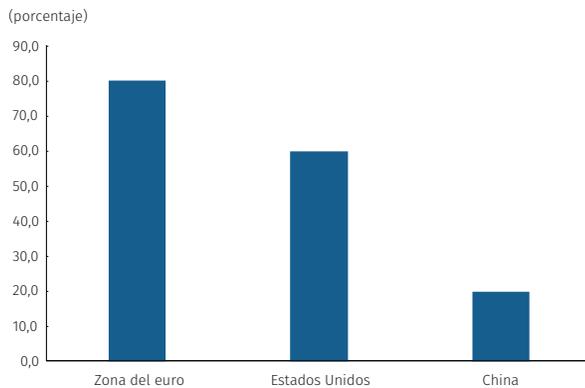
2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos

Gráfico 2.1
 PIB real de socios comerciales
 (variación anual; proyecciones según el supuesto de todo el año)



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

Gráfico 2.2
 Probabilidad de recesión a un año en algunas de las principales economías del mundo



Nota: corresponde con la mediana de la encuesta realizada por Bloomberg consultada el 25 de octubre del 2022.
 Fuente: Bloomberg.

2.1 Contexto externo

2.1.1 Demanda externa

En el horizonte de pronóstico se supone un bajo crecimiento de la demanda externa relevante para el país (Gráfico 2.1), en un contexto de perspectivas de mayor desaceleración de la economía y el comercio mundial¹, alta inflación externa y un ciclo de política monetaria más restrictiva en varios países. A lo anterior se suma la elevada incertidumbre global y el deterioro de las condiciones financieras internacionales. En particular, se destacan los impactos sobre la actividad económica mundial relacionados con la invasión de Rusia a Ucrania, la crisis energética en Europa, las medidas de contención del Covid-19, junto con la crisis del sector inmobiliario en China, el mayor ritmo de ajuste en la tasa de política monetaria en los Estados Unidos y los eventos de estrés financiero en los mercados externos. En este contexto, los riesgos de recesión (Gráfico 2.2) y mayor persistencia de la inflación se han intensificado en varias economías, incluyendo las de los Estados Unidos y la zona del euro. Para todo 2022 se supone un crecimiento para los socios comerciales del país del 2,5%, el cual es similar al estimado en el *Informe de julio* (2,4%) y que incorpora el alza sorpresiva registrada en el segundo trimestre, la cual fue parcialmente compensada por las revisiones a la baja de la segunda mitad del año (Cuadro 2.1). Para 2023 se proyecta una expansión del 1,4%, la cual es inferior al 2,0% esperado en el *Informe anterior*, y para 2024 se prevé un crecimiento del 2,2%, que es inferior al promedio histórico de este indicador.

La materialización de riesgos ha afectado las perspectivas de crecimiento económico de los Estados Unidos y la zona del euro. En el segundo trimestre el PIB real de los Estados Unidos registró su segunda caída trimestral consecutiva (-0,6% trimestral anualizado, t. a.), lo que sorprendió a la baja al mercado. Para el tercer trimestre su actividad económica habría exhibido repunte². Hacia adelante se prevé que continúe el menor dinamismo de su demanda interna, resultado de la elevada inflación (Gráfico 2.3), baja confianza de los hogares y deterioro de las condiciones financieras. A lo anterior se suma el ritmo acelerado de ajuste en su política monetaria (Gráfico 2.4, panel A), y el debilitamiento del sector inmobiliario de ese país³.

- 1 Para 2023, el Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo la proyección del PIB mundial del 2,9% en junio al 2,7% en octubre. Para ese año la Organización Mundial del Comercio revisó a la baja la proyección de crecimiento del comercio mundial de mercancías al 1,0% en su informe de octubre, frente al 3,4% del de abril.
- 2 Al cierre de este informe se conoció que, según cifras preliminares, en el tercer trimestre del año el PIB de los Estados Unidos tuvo una expansión del 2,6% trimestral anualizado (t. a.).
- 3 En los últimos meses se registraron caídas anuales en los permisos de construcción, el número de construcciones iniciadas y en las ventas de

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

Principales socios	2021 (pr)	2022 (proy)	2023 (proy)	2024 (proy)
Estados Unidos	5,9	1,7	0,8	1,5
Zona del euro	5,2	2,6	0,0	1,9
China	8,1	3,2	4,5	4,8
Ecuador	4,2	2,4	2,0	2,3
Brasil	4,6	2,5	0,6	1,9
Perú	13,6	2,7	2,5	2,9
México	4,8	2,1	1,4	1,9
Chile	11,7	2,1	-0,5	2,2
Total socios comerciales^{a/}	7,1	2,5	1,4	2,2

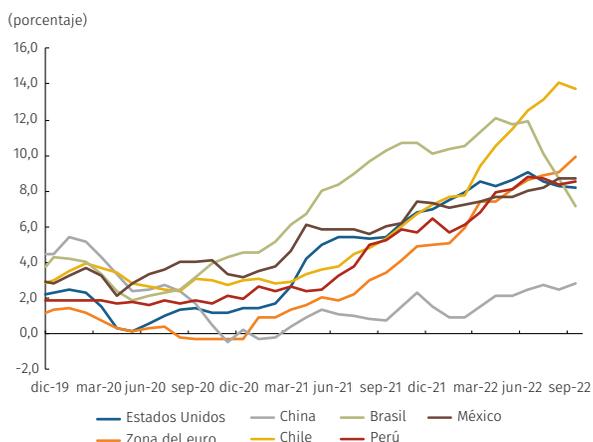
(pr): preliminar. (proy): proyectado.

a/ Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso de la participación en el comercio.

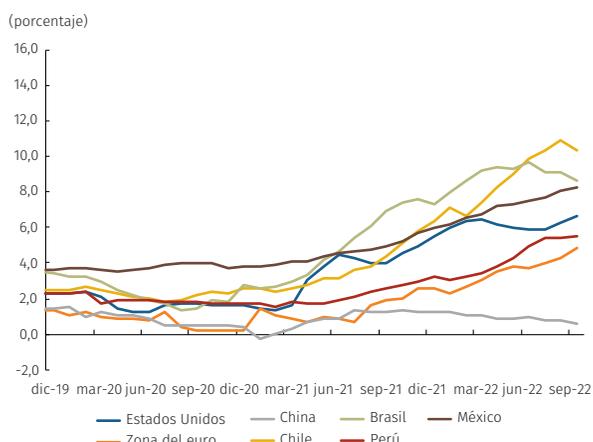
Fuente: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales de los países (datos observados); Banco de la República (proyecciones y cálculos).

Gráfico 2.3
Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país

A. Inflación total



B. Inflación básica



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, el PIB real de la zona del euro para el segundo trimestre se aceleró (3,3% t. a.) y superó las expectativas del mercado, favorecido por la relajación de las medidas de contención del Covid-19, el repunte del turismo y las mejoras en el sector manufacturero. No obstante, los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania continúan incidiendo en el desempeño de la actividad económica en Europa. En particular, la crisis energética por las restricciones de suministro de gas desde Rusia continuaría teniendo impactos significativos sobre el crecimiento económico, las cuentas fiscales y la inflación. A lo anterior se suma el deterioro de las condiciones financieras internas, la baja confianza de los consumidores, las mayores tasas de interés de política monetaria y el menor impulso externo. De esta manera, la recuperación de estas economías se vería afectada para el resto del año, y para 2023 se espera que el crecimiento económico sea inferior al estimado en el Informe de julio. No obstante, la incertidumbre es elevada y ha aumentado la probabilidad asignada por el mercado a escenarios de recesión en estas economías (Gráfico 2.2).

Las proyecciones de crecimiento para China han sido revisadas a la baja en medio de las dificultades para mitigar los impactos de la pandemia y de la crisis en su sector inmobiliario. Durante el tercer trimestre su actividad económica tuvo un repunte y registró un crecimiento anual del 3,9% (3,9% trimestral), luego del 0,4% (-2,7% trimestral) del trimestre anterior. En particular, se destaca la mejora de su producción industrial, que tuvo un crecimiento anual del 4,8% frente al 0,6% registrado en el segundo trimestre. No obstante, la baja confianza del consumidor y la política de cero tolerancia al Covid-19 son factores que continuarían afectando la dinámica de su consumo privado. Por su parte, en su sector inmobiliario los indicadores siguen exhibiendo importantes contracciones frente al año anterior. Como respuesta, en los últimos meses se han tomado medidas gubernamentales adicionales para mitigar los impactos de los choques que afectan a su economía y su banco central redujo algunas de sus principales tasas de interés de referencia⁴. Así, para 2022 y 2023 se revisó a la baja el supuesto de crecimiento económico para China a 3,2% y 4,5%, respectivamente.

Para 2022 y 2023 se espera que el crecimiento promedio de los principales socios comerciales de América Latina⁵ sea del 2,4% y del 1,5%, respectivamente. En el segundo trimestre el desempeño de la actividad económica de Brasil, México, Chile y Perú fue superior al esperado⁶. No obstante, las economías de la región siguen estando afectadas por la elevada inflación (Gráfico 2.3), la baja confianza de los consumidores, los impac-

viviendas nuevas. Este comportamiento se ha dado en medio de incrementos de las tasas hipotecarias.

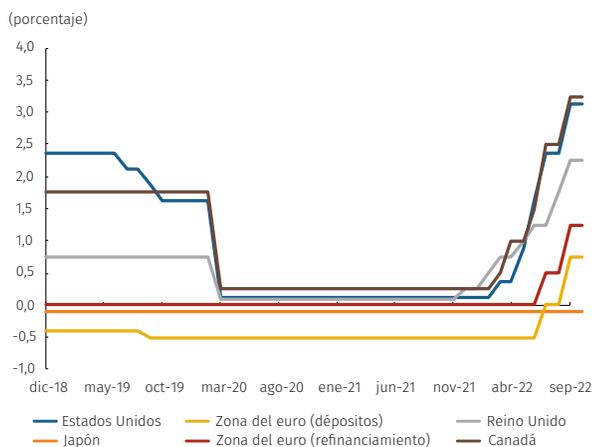
4 En agosto el Banco Central redujo la tasa de interés preferencial a un año del 3,7% al 3,65% y a cinco años del 4,45% al 4,3%.

5 Corresponde al promedio del PIB real ponderado por comercio de Ecuador, Brasil, Chile, México y Perú.

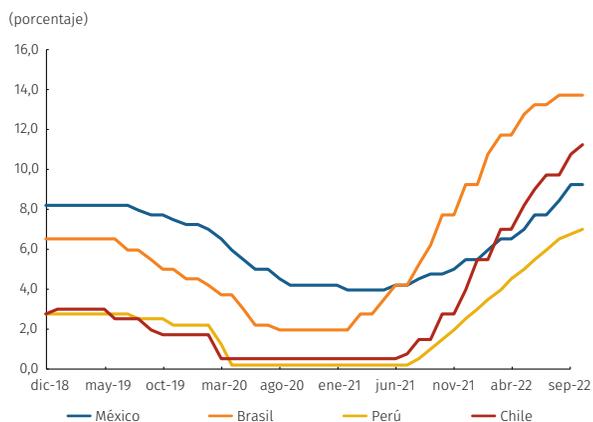
6 En el caso de Ecuador, la actividad económica se vio afectada por las protestas sociales y su impacto fue acorde con lo estimado en el Informe de julio.

Gráfico 2.4
Tasa de interés de política monetaria en algunos de los principales socios comerciales del país

A. Economías avanzadas

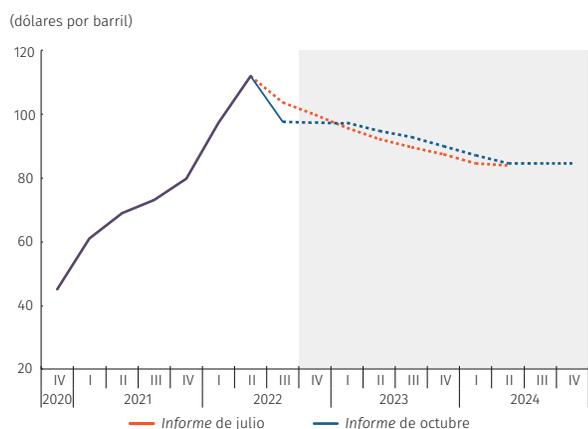


B. América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2.5
Supuesto trimestral del precio del petróleo



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

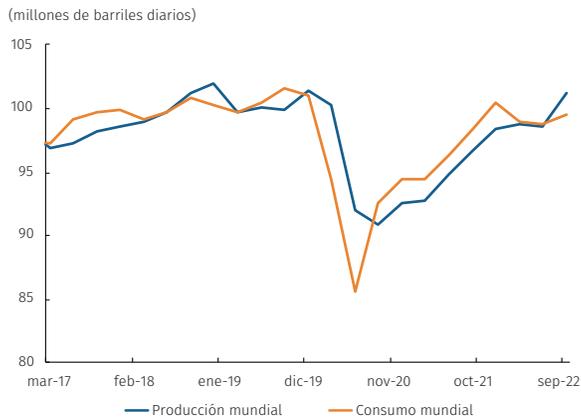
tos del aumento de sus tasas de interés de política monetaria (Gráfico 2.4, panel B), la incertidumbre política y social, y el espacio fiscal limitado. A su vez, en el contexto externo los precios de algunos de los bienes básicos exportados por estos países han disminuido frente a los máximos del año, aunque permanecen en niveles superiores a los observados antes de la pandemia. Asimismo, la demanda de sus exportaciones se vería reducida por el menor crecimiento de las principales economías del mundo (Cuadro 2.1) y continuarían enfrentando el deterioro de las condiciones financieras internacionales y la mayor percepción de riesgo soberano de los mercados emergentes. Con esto, se sigue esperando una desaceleración en el crecimiento de las economías de la región para este año; sin embargo, teniendo en cuenta las sorpresas positivas del segundo trimestre, se revisó al alza la proyección de crecimiento del PIB de Chile y México, y en mayor medida de Brasil, donde además se destaca el repunte para el tercer trimestre de la actividad económica y las nuevas medidas de estímulo fiscal. Para el próximo año se revisó a la baja el crecimiento de los países de la región en general, destacándose el caso de Chile, donde se espera una contracción económica.

2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

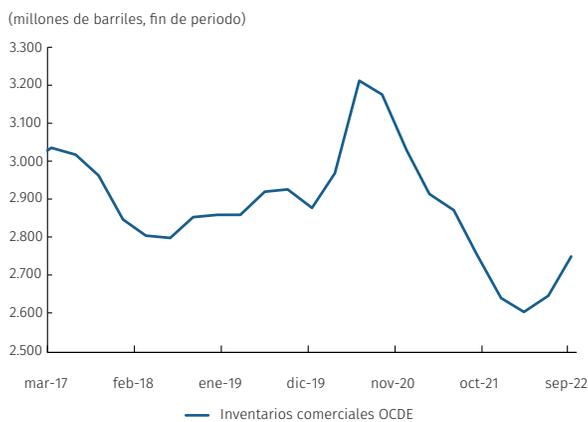
Se espera una reducción de la cotización internacional del petróleo en el horizonte de pronóstico en un contexto de menor crecimiento económico mundial, aunque los precios permanecerían relativamente elevados por los choques de oferta que afectan a este mercado (Gráfico 2.5). Durante el tercer trimestre la cotización internacional del petróleo presentó una tendencia decreciente. Esta moderación en los precios se dio en medio de menores perspectivas de crecimiento económico mundial, el fortalecimiento del dólar, la política de cero tolerancia al Covid-19 en China, el redireccionamiento del petróleo ruso a otros países, y la liberación de reservas estratégicas por parte de los Estados Unidos (Gráfico 2.6, panel A). Sin embargo, la cotización del petróleo se mantiene relativamente elevada y mostró algún repunte en lo corrido de octubre. Esto, en un contexto de anuncios de mayores recortes en la producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+), la reducción en las exportaciones de derivados por parte de Rusia, junto con las perspectivas de una disminución en su oferta de hidrocarburos por las sanciones que próximamente entrarían en vigor. A lo anterior se suma el bajo nivel de inventarios comerciales de crudo en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (Gráfico 2.6, panel B) y la crisis energética en Europa por los recortes en el suministro de gas ruso antes del inicio de la temporada de invierno. Hacia adelante se espera que la senda de la cotización internacional del crudo disminuya, acorde con una desaceleración económica mundial, aunque esta reducción estaría limitada por algunas restricciones de oferta que podrían mantener el mercado ajustado. De esta manera, se espera un precio promedio para el Brent de USD 101 bl en 2022 (USD 103 bl en el Informe de julio), lo cual, sumado al aumento en las cotizaciones internacionales de otros bienes básicos exportados por el país, impulsarían este año el crecimiento anual de los términos de intercambio por encima del 20%. Para 2023 se supone una reducción anual que

Gráfico 2.6
Mercado mundial de petróleo y otros combustibles líquidos

A. Balance mundial de producción y consumo

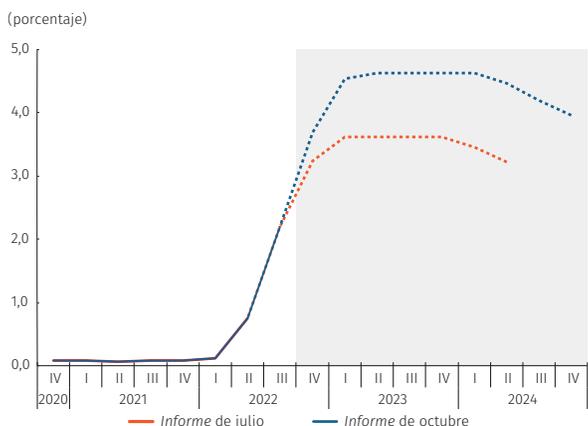


B. Inventarios comerciales entre países de la OCDE



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos.

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.

llevaría el precio promedio del petróleo (Brent) a USD 94 bl (USD 91 bl en el Informe de julio), mientras que para 2024 el precio promedio se ubicaría en USD 85 bl. La incertidumbre sobre este supuesto es elevada, dados los múltiples choques que enfrenta este mercado⁷.

Para finales de 2022 se espera una importante desviación de la inflación con respecto a su meta en la mayoría de las economías. En adelante, el proceso de moderación de la inflación se daría a diferentes ritmos entre países y enfrentaría importantes riesgos. De acuerdo con el FMI, en el último trimestre de 2022 la inflación global se situaría en el 9,3%, registro mayor que el observado en el mismo período de 2021 (5,6%) y que el proyectado en su informe anterior (8,3%). Para los próximos años el FMI espera una reducción al 5,1% a finales de 2023, y al 3,7% a finales de 2024. En los Estados Unidos la inflación total anual disminuyó en septiembre al 8,2% (8,3% en agosto), aunque sorprendió al alza al mercado, y la inflación básica anual aumentó al 6,6% (6,3% de agosto)⁸ (Gráfico 2.3). En la zona del euro la inflación total y básica aumentaron en septiembre al 9,9% y al 4,8%, frente al 9,1% y 4,3% de agosto, respectivamente (Gráfico 2.3). Al incremento ha contribuido la crisis energética, la cual se ha agravado por la suspensión completa del suministro de gas ruso antes de la temporada de invierno. En adelante, las perspectivas del mercado y de los organismos internacionales señalan que en estos países la inflación total disminuiría, aunque permanecería por encima de sus metas a finales de 2023⁹. Lo anterior se daría en medio del ajuste de la política monetaria, el menor crecimiento económico, la disminución de los precios de las materias primas y la dilución de los choques de oferta mundial.

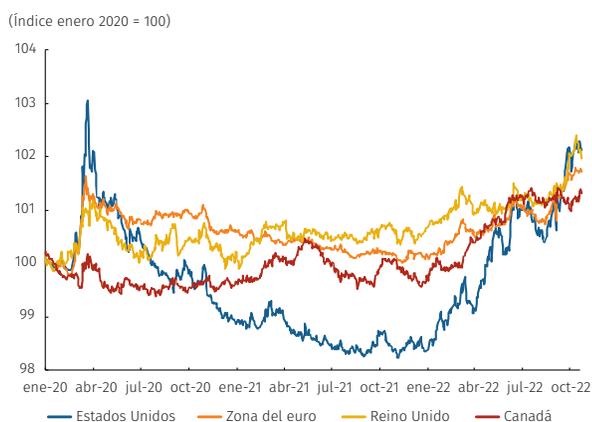
2.1.3 Desarrollos financieros externos

En este informe se revisó al alza el supuesto de la tasa de interés de política monetaria en los Estados Unidos (Gráfico 2.7). En septiembre, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) realizó su tercer incremento consecutivo de 75 puntos básicos (pb) en la tasa de interés de política monetaria y la situó en un rango entre el 3,0% y 3,25%, registrando así un ajuste acelerado en comparación con ciclos previos de aumento de tasas. A su vez, a partir de ese mes aumentó el ritmo de reducción de la hoja de balance. Lo anterior se ha dado en un contexto de inflación que se mantiene históricamente elevada, que ha sorprendido al alza y cuyas expectativas se sitúan en niveles superiores a la meta. Por su parte, la tasa de desempleo es relativamente baja, a pesar de que los resultados económicos han sido mixtos y los temores

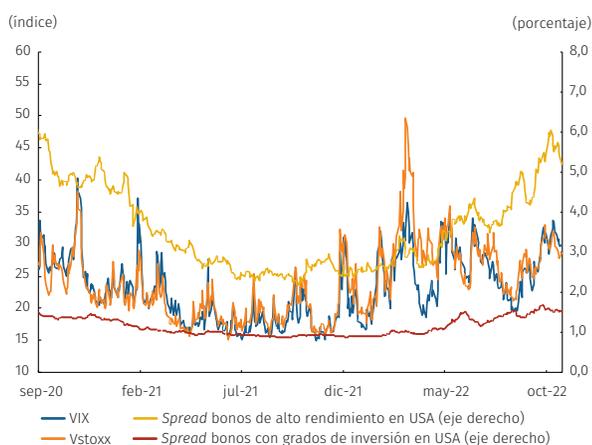
- 7 Se destaca los anuncios sobre el acuerdo internacional para imponer un tope al precio del petróleo de Rusia, la incertidumbre sobre el acuerdo nuclear con Irán, los riesgos de recesión mundial, entre otros.
- 8 Los índices de difusión y otras medidas elaboradas por la Reserva Federal sugieren que a la alta inflación siguen contribuyendo un amplio número de productos y servicios. Entre los factores a destacar se encuentran los altos precios de los alimentos, los altos costos laborales, y los mayores precios de los servicios.
- 9 Para 2023 El FMI proyecta una inflación del 2,4% en los Estados Unidos y del 4,5% en la zona del euro.

Gráfico 2.8
Condiciones financieras e indicadores de riesgo en economías avanzadas

A. Condiciones financieras en economías avanzadas



B. Indicadores de riesgo en las economías avanzadas



Nota: cifras hasta el 21 de octubre de 2022.

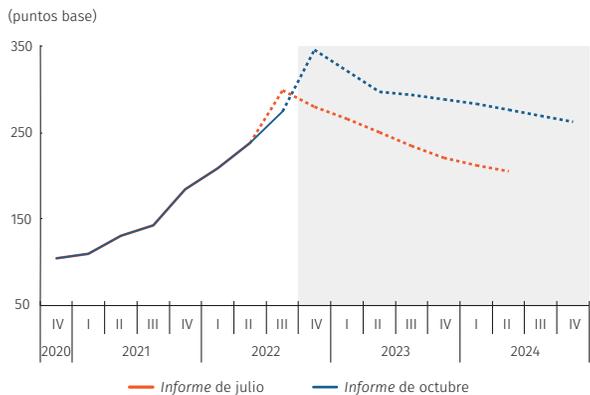
Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de San Luis.

de una recesión económica han aumentado. Así, la información proveniente de las encuestas del mercado¹⁰, de los futuros y de las proyecciones del FOMC¹¹ muestran una senda de tasas de interés más alta frente a lo contemplado meses atrás. Teniendo en cuenta lo anterior, para este *Informe* se revisó al alza el supuesto para la tasa de interés de política monetaria en los Estados Unidos y se espera que en la primera reunión de 2023 se ubique en un rango entre el 4,5% y 4,75%, tasa que se mantendría hasta el primer trimestre de 2024. En adelante, se darían reducciones a partir del segundo trimestre que llevarían la tasa a un rango entre el 3,75% y 4,0% a finales de 2024, en la medida en que la inflación se acerque a su meta. Por otro lado, en septiembre el Banco Central Europeo (BCE) aceleró el ritmo de aumento de sus tasas de interés de referencia (75 pb) y anunció que el Consejo de Gobierno espera realizar incrementos adicionales en las próximas reuniones a niveles que aseguren el retorno oportuno de la inflación a su meta¹². En general, en un contexto de alta inflación mundial, se ha dado una sincronización en el ciclo de aumento de las tasas de interés de política monetaria por parte de los bancos centrales de varias economías en el mundo (Gráfico 2.4).

En el tercer y lo corrido del cuarto trimestre del año las condiciones financieras internacionales han continuado deteriorándose. Las condiciones financieras de las economías avanzadas se han tornado más restrictivas (Gráfico 2.8, panel A) y los principales mercados bursátiles del mundo se han deteriorado¹³. Por un lado, en los Estados Unidos las tasas de interés de la deuda pública y su volatilidad continuaron incrementándose, mientras que la liquidez de ese mercado se ha reducido. De igual forma, en el Reino Unido los títulos de deuda pública y su moneda registraron fuertes desvalorizaciones al cierre del trimestre en medio de la incertidumbre sobre su política fiscal. Al mismo tiempo, preocupaciones sobre la solidez de algunos bancos europeos generaron volatilidad adicional en los mercados y el FMI señala que han aumentado los riesgos sobre la estabilidad financiera global. Por su parte, según el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés), en septiembre se registraron egresos de inversiones de portafolio en las economías emergentes, asociados con las mayores salidas de los mercados de renta variable, que superaron las entradas de capital de las inversiones de

- 10 Para finales de 2022, la mediana de la encuesta a *primary dealers* realizada por la Reserva Federal de Nueva York aumentó del 3,38% en julio al 4,38% en septiembre. La mediana de la encuesta a *market participants* aumentó del 3,63% en julio al 4,38% en septiembre. Para 2023 estas encuestas señalan que la tasa se situaría en 4,63% durante buena parte del año y tendría alguna disminución en el último trimestre del año o a inicios de 2024.
- 11 Para finales de 2022 y 2023 la mediana de las proyecciones de la tasa de interés de referencia es del 4,38% y del 4,63%, respectivamente. Para finales de 2024 disminuye a una tasa del 3,88%.
- 12 Al cierre de este informe se conoció que en su reunión del 27 de octubre el BCE aumentó en 75 pb sus tres tipos de interés oficiales, por segunda vez consecutiva. A su vez, a partir de noviembre se hará un ajuste de los tipos de interés aplicables a las operaciones de financiación (TLTRO III).
- 13 Según los índices MSCI, en lo corrido del año, al 21 de octubre, las bolsas en China han caído 37%, en Europa 33%, en los países emergentes 30% y en Estados Unidos 22%.

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



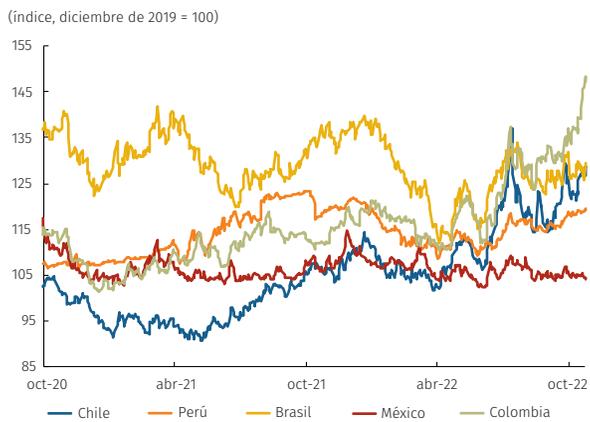
a/ Corresponde a los Credit default swaps a cinco años.
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

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 21 de octubre de 2022.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

renta fija. Para Colombia, los datos de la balanza cambiaria local indican entradas de capitales por inversión extranjera de portafolio por valor de USD 124 millones (m) en septiembre, cifra inferior a los ingresos por USD 841 m registrados durante agosto.

En el horizonte de pronóstico se supone una prima de riesgo mayor que la del Informe de julio y superior a su promedio histórico. No obstante, tendería a moderarse frente a los altos niveles observados en el mes de octubre (Gráfico 2.9). En el tercer trimestre y lo corrido de octubre se mantuvieron elevados los márgenes sobre la deuda corporativa en los países avanzados, así como otros indicadores de riesgo (Vix y Vstox) (Gráfico 2.8, panel B). En ese mismo período, las primas de riesgo en varios países emergentes se ubicaron por encima del promedio observado en el segundo trimestre del año (Gráfico 2.10, panel A). En el caso de Colombia, el promedio del *credit default swap* (CDS) a cinco años aumentó a 275 pb en el tercer trimestre y a 348 pb en lo corrido hasta el 21 de octubre, con lo cual durante este último período alcanzó un máximo en los últimos trece años. El aumento reciente es mayor que el registrado en otros países emergentes¹⁴ y los niveles son más altos que los observados en la mayoría de principales economías de la región. Lo anterior superó lo esperado por el equipo técnico en el Informe de julio para el cuarto trimestre (280 pb). A su vez, el dólar se ha fortalecido en el mundo y para el caso colombiano el peso presentó una fuerte depreciación¹⁵ (Gráfico 2.10, panel B). Los altos niveles de la prima de riesgo para Colombia y la depreciación de la moneda han ocurrido en medio de los factores globales ya mencionados, a los que se suman aspectos locales, como los déficits fiscal y comercial, el nivel de endeudamiento público, la incertidumbre sobre la política económica local y una calificación crediticia para la deuda en moneda extranjera que se mantiene por debajo del grado de inversión. Teniendo en cuenta lo anterior, se supone una prima de riesgo superior respecto al Informe de julio, que en promedio alcanzaría 300 pb en 2023. Para 2024 se espera una reducción y registraría un promedio de 273 pb, acorde con una mejoría del contexto financiero internacional y la reducción esperada de los desbalances macroeconómicos del país.

14 Entre el promedio del tercer trimestre y el promedio de lo corrido del cuarto trimestre de 2022 (hasta el 21 de octubre) el *Credit Default Swap* (CDS) a cinco años de Colombia aumentó 73 pb, el de Sudáfrica 42 pb, el de Perú 36 pb, el de Chile 31 pb, el de Malasia 28 pb, el de Brasil 23 pb y el de México 22 pb. En ese período las monedas se depreciaron en Sudáfrica (6,1%), Turquía (3,5%) y Perú (2,1%), mientras que el real brasileño se mantuvo relativamente estable con una apreciación de (0,2%) y el peso mexicano se apreció (1,0%).

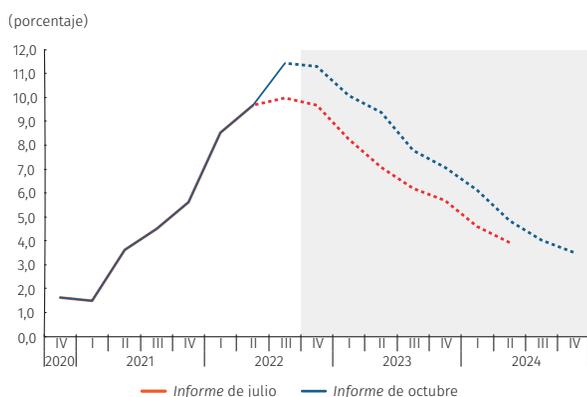
15 Entre el tercer y el segundo trimestre el peso colombiano se depreció en promedio un 12,0% y entre lo corrido hasta el 21 de octubre y el trimestre anterior la depreciación promedio es cercana del 6%.

2.2 Proyecciones macroeconómicas¹⁶

2.2.1 Inflación

Al final de este año la inflación total terminaría en niveles elevados y superiores a los previstos en el *Informe anterior*; sin embargo, durante 2023 algunas presiones inflacionarias temporales deberían ceder, lo cual, junto con el efecto de la política monetaria, encauzaría la inflación en una tendencia decreciente de convergencia a la meta. Para lo que resta del año y para 2023 se espera una inflación mayor que en el *Informe* de julio, en gran medida por mayores presiones derivadas de la tasa de cambio, a pesar de que aquellas provenientes de los altos precios internacionales de las materias primas, del transporte y de los costos logísticos continúen diluyéndose paulatinamente. Junto con ello, la nueva senda de pronóstico tiene en cuenta una indexación a tasas de inflación más altas para los próximos dos años, así como mayores ajustes de costos laborales y unas expectativas de inflación de corto y mediano plazos también más elevadas. Por otro lado, teniendo en cuenta las sorpresas positivas del comportamiento de la demanda interna y del crecimiento, la brecha del producto se revisó al alza (como se explica más adelante), lo que implica que la inflación al consumidor en Colombia estaría sometida a mayores presiones de demanda y de indexación que las contempladas en el informe pasado. No obstante, estas presiones deberían desvanecerse poco a poco en la medida en que los factores que han impulsado el alto crecimiento del consumo interno pierdan fuerza y este retome una senda más sostenible en el largo plazo, algo que se espera que suceda, en parte, como resultado de las acciones de política monetaria. De esta manera, en 2022 la inflación terminaría en el 11,3%, con una tendencia decreciente en los próximos dos años, con cifras del 7,1% para diciembre de 2023 y del 3,5% para el cierre de 2024 (Gráfico 2.11). Estas estimaciones mantienen un amplio margen de incertidumbre, en especial por los altos riesgos de un mayor deterioro del contexto externo y/o una depreciación del peso más persistente, y los diversos ajustes que podrían darse en los precios de los combustibles y la electricidad.

Gráfico 2.11
Índice de precios al consumidor
(variación anual, fin de periodo)

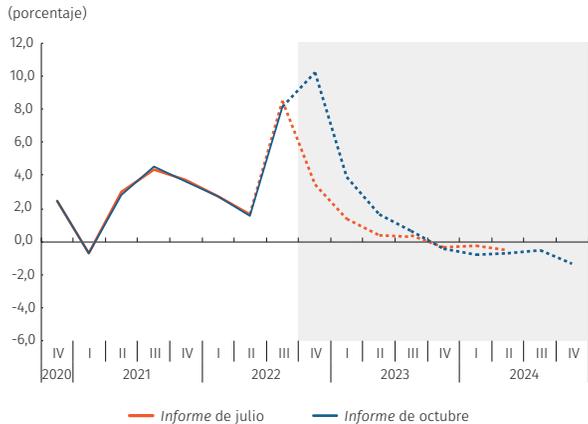


Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

El descenso de la inflación básica se postergaría para mediados del próximo año y sería más gradual que en el caso de la inflación total. Frente al informe anterior, la senda esperada para la inflación básica, medida a través de la variación anual del IPC sin alimentos ni regulados (SAR), se revisó al alza en gran parte del horizonte de pronóstico. Una mayor tasa de cambio, un lento descenso de las presiones externas y un nivel de demanda más alto que el previsto explicarían buena parte de la corrección y de la senda esperada. A ello se suma una indexación a tasas más elevadas de inflación que genera una mayor inercia a la inflación básica, un probable incremento de los costos laborales superior a lo observado para este año y unas expectativas de inflación que continúan aumentando. Estas últimas circunstancias afectan sobre todo al IPC de servicios SAR, cuya variación anual se espera que tenga

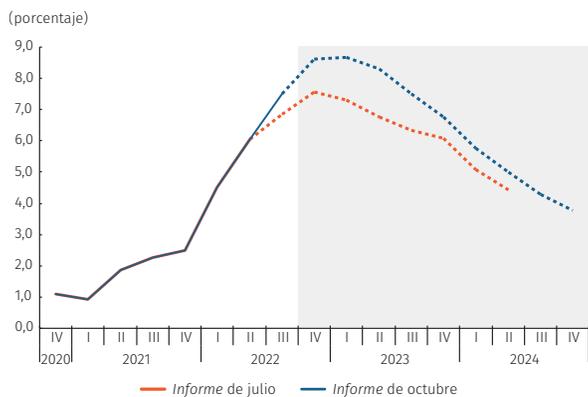
16 Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

Gráfico 2.12
Brecha inflacionaria del TCR trimestral^{a/}
(variación anual, fin de periodo)



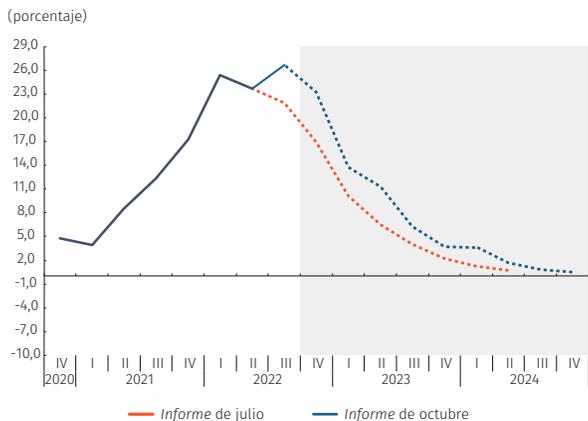
a/ La brecha inflacionaria de la tasa de cambio real (TCR) captura las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio. Valores positivos de esta brecha implican presiones alcistas sobre la inflación provenientes del tipo de cambio. Esta brecha se calcula como la desviación de la tasa de cambio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

Gráfico 2.13
IPC sin alimentos ni regulados
(variación anual, fin de periodo)



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

Gráfico 2.14
IPC alimentos
(variación anual, fin de periodo)



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

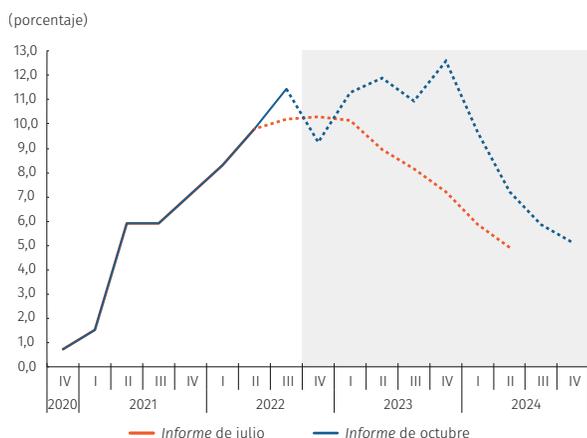
una tendencia ascendente hasta mediados del próximo año. El pronóstico de esta subcanasta sigue contemplando la reversión de los alivios en impuestos indirectos¹⁷. En el caso de la variación anual del IPC de bienes SAR, el descenso hacia tasas más compatibles con la meta debería concentrarse en 2023, principalmente por la disolución de las presiones externas y por efectos de base de comparación en 2022. Esta reversión de las presiones externas ayudaría a mitigar el impacto de las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio, que son mayores que las estimadas anteriormente, pero que, de todas maneras, se deberían reducir en el transcurso del próximo año (Gráfico 2.12). Con todo esto, se espera que en 2022 la inflación básica cierre en el 8,6% y que alcance su punto máximo en el primer trimestre de 2023 (8,7%). En adelante, este indicador debería exhibir una senda decreciente por los mismos factores expuestos anteriormente para la inflación total, situándose a finales de 2023 en 6,8% y en diciembre de 2024 en 3,8% (Gráfico 2.13).

Pese a las sorpresas alcistas de los precios de los alimentos en los últimos meses, se sigue esperando un descenso en su variación anual a partir de finales de 2022, el cual debería acentuarse a lo largo de 2023 por la reversión de las presiones externas y por la normalización del ciclo agropecuario. La senda esperada para la variación anual del IPC de esta subcanasta se revisó al alza frente al *Informe* de julio en todo el horizonte de pronóstico, principalmente por una depreciación del peso mayor que la prevista, unas presiones externas que están descendiendo a un ritmo más lento que el anticipado y un ciclo agropecuario local que aún presenta afectaciones. A esto se suman unos mayores costos salariales e incrementos esperados en los precios de los combustibles, que generan presiones alcistas sobre los costos de producción y comercialización de los alimentos. No obstante, las presiones externas continuarían cediendo y, por tanto, el ajuste anual del IPC de los alimentos, incluido el de los procesados, registraría una tendencia decreciente a partir de finales de este año, que se acentuaría en 2023. A dicha tendencia también contribuiría la recuperación y la estabilización de la oferta interna de los alimentos, gracias a unas condiciones climáticas favorables para el grueso de los productos agrícolas y a la normalización del ciclo agropecuario, tras los problemas ocasionados por el paro de mayo de 2021 (véase Recuadro 1) y al choque a los agroinsumos debido al conflicto entre Rusia y Ucrania. De esta forma, en el escenario central de este *Informe* la variación anual del IPC de alimentos cerraría en 2022 en el 23,3%, y en 2023 y 2024 en el 3,7% y 0,5%, respectivamente (Gráfico 2.14).

Los ajustes que se registren en el precio interno de los combustibles siguen siendo importantes para la evolución de la inflación en el horizonte de pronóstico. Dados los niveles actuales y esperados para el precio internacional de los combustibles y la tasa de cambio, en la actualidad existe una brecha importante entre los precios externos en pesos y el precio

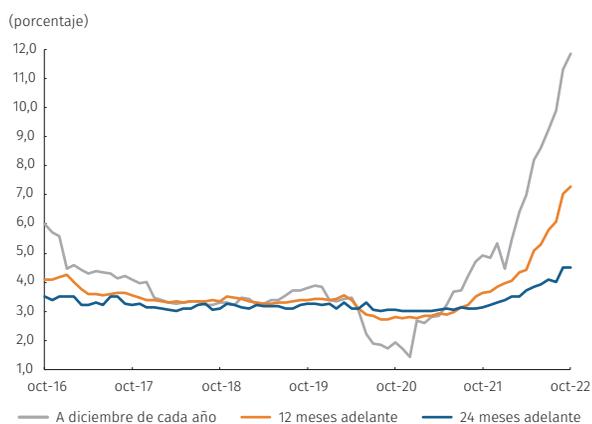
17 Se espera el retorno completo del IVA a la hotelería, turismo y pasajes aéreos, así como el restablecimiento del impuesto al consumo a las comidas fuera del hogar para la totalidad de los establecimientos a partir del primer trimestre de 2023.

Gráfico 2.15
IPC regulados
(variación anual, fin de periodo)



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

Gráfico 2.16
Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa^{a/}



a/ Corresponde a la mediana de las respuestas de la Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos del Banco de la República
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

interno, lo que ha generado un déficit importante en el Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC). Para cerrar esta brecha, los ajustes que se necesitarían en los precios internos de la gasolina corriente y del ACPM son de gran magnitud. Además del impacto directo sobre el IPC que tiene el ajuste del precio de la gasolina, también existe un impacto indirecto relevante vía costos de algunos insumos, de transporte y de comercialización. Adicionalmente, por su dimensión fiscal y macroeconómica, la senda de aumentos que se implemente también puede afectar otras variables, como la prima de riesgo del país, la tasa de cambio, las expectativas de inflación y el consumo, lo cual hace compleja e incierta la estimación de su impacto total sobre la inflación. En este *Informe* se supone que el IPC de los combustibles se ajusta en términos anuales a una tasa cercana al 10 % para finales 2022 y a una mayor al cierre de 2023.

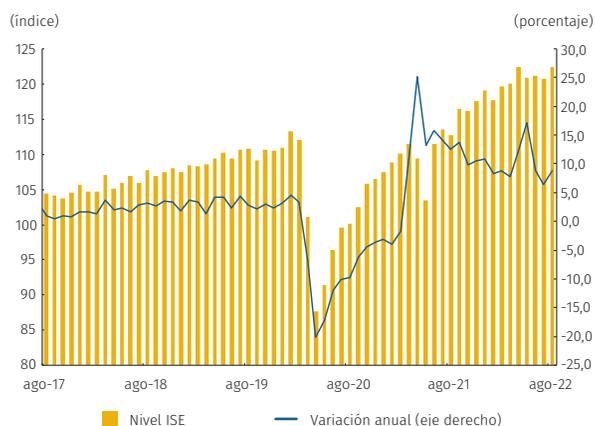
La evolución del IPC de regulados dependerá en gran medida de las decisiones que tomen las autoridades sobre el precio de los combustibles y de la energía. La senda de pronóstico de la variación anual del IPC de regulados seguiría reflejando presiones alcistas provenientes de los altos niveles del IPC, del IPP, de la tasa de cambio y de los precios internacionales de algunas materias primas, los cuales inciden en las fórmulas tarifarias de los servicios públicos y otros regulados. La proyección también incorpora la transmisión de costos asociados a la inversión, la activación de ajustes pospuestos en periodos pasados y la reposición de pérdidas de algunas empresas prestadoras de servicios públicos. El grueso de todas estas presiones sería mayor y más persistente de lo anticipado, lo cual explica buena parte del aumento de la senda de pronóstico en todo el horizonte. No obstante, se supone que el ajuste anual de esta subcanasta tendría una caída relevante en el último trimestre de 2022, situándose por debajo de lo esperado en el *Informe* anterior, producto de la eventual reducción de las tarifas de electricidad, acorde con las recientes resoluciones emitidas por las autoridades¹⁸. De todas maneras, debido a la importante participación que tienen tanto la electricidad como los combustibles en la subcanasta del IPC de regulados (cada uno cerca del 17%) y a su relevancia en la estructura de costos de la economía, su evolución, que depende en buena parte de decisiones de las autoridades nacionales, tendría efectos considerables en el IPC de regulados y en la inflación total. Además de los aumentos ya mencionados en el IPC de los combustibles, en este *Informe* se espera una variación anual del IPC de la electricidad cercano al 12 % para diciembre de 2022 y algo menor para finales de 2023. Con esto, el aumento anual del IPC de regulados se situaría en 9,3% a finales de 2022, luego aumentaría al 12,6 % en diciembre de 2023 (en parte, por efecto de comparación estadística) y empezaría a ceder en 2024, cerrando ese año en un 5,1% (Gráfico 2.15).

Las expectativas de inflación en el horizonte de pronóstico se incrementaron y continúan por encima de la meta. Las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la

18 Resoluciones 701-017, 701-018 y 701-019 expedidas por la CREG el 16 de septiembre de 2022.

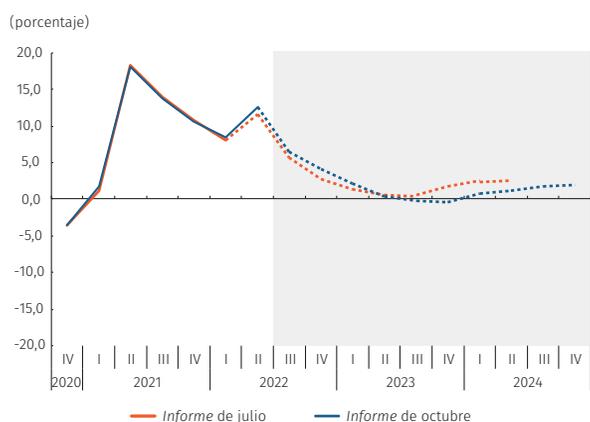
encuesta mensual del Banco de la República aplicada entre el 6 y el 11 de octubre (Gráfico 2.16), sugieren una inflación total mediana para finales de 2022 del 11,9% (9,2% en la encuesta de julio) y del 9,4% para la inflación sin alimentos (7,6% en la encuesta de julio). Para el final de 2023, según los resultados de la encuesta, estas medidas se situarían en el 6,7% y el 6,3%, respectivamente (5,2% y 5,1% en la encuesta de julio). Adicionalmente, en dicha encuesta la expectativa para la inflación total a dos y cinco años aumentó al 4,5% y se redujo al 3,1%, respectivamente (4,1% y 3,2% en la encuesta de julio). Por su parte, con información al 21 de octubre, las expectativas estimadas con base en los bonos de deuda pública (*breakeven-inflation*, BEI), ajustados por las primas de riesgo inflacionario y de liquidez¹⁹, muestran unas expectativas de inflación que, a dos, tres y cinco años se ubican en 8,3%, 7,7% y 6,7%, respectivamente (6,2%, 5,9% y 5,3%, en su orden, para julio).

Gráfico 2.17
Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE)^{a/} (mensual)



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

Gráfico 2.18
PIB trimestral^{a/}
(variación anual)



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

2.2.2 Actividad económica

En el tercer trimestre la economía colombiana habría continuado exhibiendo una fortaleza importante, aunque con un crecimiento más moderado frente a lo observado en la primera mitad del año. Lo anterior se daría después de la fuerte recuperación experimentada desde finales de 2021 y de alcanzar niveles del PIB superiores a los observados antes de la pandemia. Para el tercer trimestre de este año diversos indicadores sectoriales disponibles, de los cuales el más amplio es el indicador de seguimiento a la economía (ISE) (Gráfico 2.17), sugieren que en el bimestre de julio y agosto la actividad económica habría continuado expandiéndose anualmente a un ritmo importante, aunque menor que el observado en el trimestre anterior. Con esto, para el tercer trimestre se estima un crecimiento anual del PIB del 6,4%, que, si bien es superior al pronóstico contemplado en el Informe de julio, en términos trimestrales implicaría una moderación importante del ritmo de crecimiento (con una tasa del 2,5% t. a.), tal como se ha venido anticipando en proyecciones anteriores (Gráfico 2.18). El consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo habrían sido las principales fuentes de expansión económica. Por el lado de la oferta, la industria manufacturera, el transporte y alojamiento, y las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación serían los sectores más dinámicos; mientras que la construcción y la minería, aunque con variaciones anuales positivas, se mantendrían aún rezagados frente a los niveles observados antes de la pandemia.

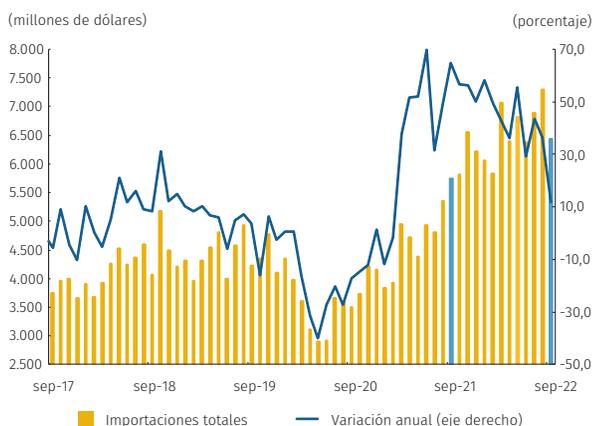
19 Las expectativas de inflación netas de primas se calculan como el diferencial de las tasas nominales y reales libres de riesgo extraídas de los mercados de deuda pública local a diferentes plazos (Abrahams *et al.*, 2015; Espinosa *et al.*, 2015). En este sentido, la denominada “prima por riesgo inflacionario” 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 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.

La demanda interna habría continuado aumentando sobre los niveles ya muy altos alcanzados en el segundo trimestre, aunque a un menor ritmo, en particular por una expansión trimestral más moderada del consumo privado. No obstante, los indicadores disponibles sugieren que el consumo privado continuaría sosteniéndose en niveles históricamente altos, lo que le permitirían mantener una tasa de crecimiento anual significativa, aunque menor que la de la primera mitad del año. Por componentes, el consumo de servicios seguiría siendo el más dinámico. Para el consumo de bienes en general se espera un crecimiento trimestral más moderado, en parte, por la ausencia de jornadas sin IVA. A este comportamiento apuntan cifras como el ISE terciario, las ventas al por menor, las cifras de transacciones de algunos bancos comerciales, los desembolsos de crédito de consumo y las matrículas de vehículos. Por otro lado, se prevé que el consumo público se sostenga en niveles similares a los del segundo trimestre, dada la buena dinámica registrada por el empleo de algunas entidades del Gobierno y por el aumento de los gastos asociados con el regreso a la presencialidad desde principios de año. Con todo esto, la menor dinámica del consumo total contribuiría a una desaceleración del crecimiento de la demanda interna en el tercer trimestre, tanto en términos de tasas anuales como trimestrales; no obstante, este tipo de gasto seguiría siendo el de mayor aporte al crecimiento.

En el tercer trimestre la inversión habría continuado impulsada por el gasto en maquinaria y equipo, lo cual estaría compensando parcialmente el escaso dinamismo que muestra la inversión en construcción. Para este periodo se espera un alto crecimiento anual de la formación bruta de capital fijo, y similar al observado en el segundo trimestre. Sin embargo, la expansión en términos trimestrales sería pequeña, debido principalmente a que la inversión en vivienda y en otros edificios y estructuras continuaría exhibiendo poco dinamismo, en particular, por el pobre desempeño del segmento no VIS y de las obras civiles. Para estas últimas se espera una mejor dinámica hacia finales de año y 2023 en la medida en que avance la ejecución de varios proyectos de algunas administraciones locales. En contraste con lo anterior, la inversión en maquinaria y equipo habría registrado un crecimiento anual notable en el tercer trimestre, manteniendo los niveles históricamente altos observados en la primera mitad del año. Así lo sugieren las cifras de importaciones de bienes de capital observadas a agosto y los avances de la DIAN a septiembre, que muestran de nuevo un aumento importante en el rubro de equipo de transporte. Pese al crecimiento esperado de la inversión en capital fijo, en este trimestre esta se mantendría un 3,7% por debajo de los niveles observados antes de la pandemia.

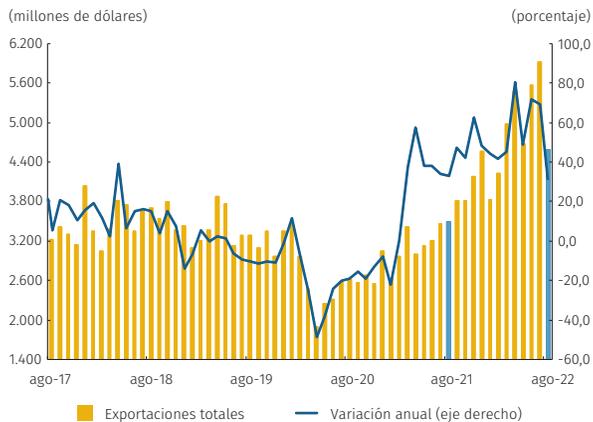
El déficit comercial en pesos constantes se habría ampliado nuevamente, dado el fuerte dinamismo que habrían continuado mostrando las importaciones en el tercer trimestre, como reflejo de la fortaleza de la demanda interna. Este comportamiento de las compras externas habría registrado un nuevo incremento entre trimestres y un crecimiento anual superior al 20%, que estaría originado, principalmente, en las importaciones de bienes de capital (Gráfico 2.19). Para el caso de las exportaciones, las cifras de comercio exterior a agosto

Gráfico 2.19
Importaciones totales de bienes (CIF)
(mensual)



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

Gráfico 2.20
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



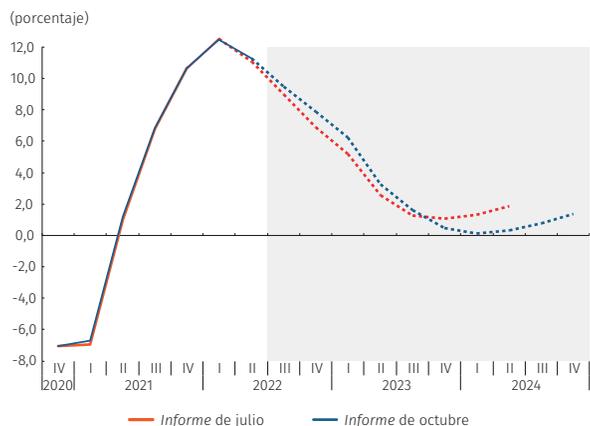
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

(Gráfico 2.20) y las preliminares a septiembre permiten prever niveles altos y cercanos a los alcanzados en el segundo trimestre, lo cual se explica, en gran medida, por el desempeño favorable de las ventas externas de bienes no tradicionales y de servicios. Cabe señalar, sin embargo, que los resultados del bimestre julio-agosto no fueron favorables en el caso de las exportaciones de ferroníquel y algunos bienes agrícolas, como banano y flores, lo que impide anticipar un aumento en niveles frente al segundo trimestre. Dado todo lo anterior, en el tercer trimestre la mayor dinámica de las importaciones generaría un déficit comercial en pesos reales levemente superior al del trimestre anterior, y desde un nivel ya muy alto registrado en el segundo. Así, su aporte a la variación anual del PIB seguiría siendo negativo.

En el cuarto trimestre la economía debería continuar desacelerándose a partir de los altos niveles de actividad observados y con tasas de crecimiento anuales inusualmente altas. Los mayores niveles de actividad económica del segundo y tercer trimestres implicaron una revisión al alza en el pronóstico de crecimiento para todo 2022, desde el 6,9% al 7,9%.

Además de los efectos del ajuste de la política monetaria, la desaceleración del crecimiento hacia el cuarto trimestre se daría en un entorno internacional que se ha deteriorado, con unas condiciones financieras externas más apretadas, un estancamiento en el crecimiento de los principales socios comerciales y fuertes presiones cambiarias sobre los precios de los bienes importados. Hacia el cuarto trimestre no se descarta una caída en el consumo privado, frente al muy alto nivel que habría alcanzado en el tercero, y que podría estar motivada por factores como los efectos de la alta inflación sobre la capacidad de compra de los hogares, el agotamiento de sus excedentes de ahorro, un costo de crédito más alto y unos niveles de confianza que se mantendrían bajos. Esta moderación esperada del consumo privado sería parcialmente compensada por un crecimiento modesto del consumo público, según las cifras contempladas en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP)*, que, no obstante, considera unos menores gastos en transferencias a salud, dada la terminación de la emergencia sanitaria. Respecto a la inversión, en el cuarto trimestre debería presentarse una desaceleración en su crecimiento anual y una escasa expansión en términos trimestrales. Esto obedece a que no se espera una reactivación importante de la inversión en vivienda, por cuenta de los efectos de los altos costos de insumos y del aumento en las tasas de interés del crédito dirigido a constructores y a los nuevos compradores. En el frente externo, las exportaciones continuarían creciendo en términos anuales en el cuarto trimestre, impulsadas, principalmente, por una recuperación en la producción y en las ventas al exterior de petróleo, carbón y de otras materias primas. Por su parte, se espera que el ritmo de crecimiento anual de las importaciones continúe moderándose, dado el menor dinamismo previsto para la demanda interna. Teniendo en cuenta lo anterior, para el cuarto trimestre se registraría una muy leve expansión del producto en términos trimestrales, a diferencia de la caída esperada en el *Informe* anterior. Esto, junto con los altos niveles alcanzados en el tercer trimestre, llevarían a un crecimiento del PIB del 7,9% para todo 2022, superior al contemplado en el *Informe* de julio (6,9%) (Gráfico 2.21).

Gráfico 2.21
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres^{a/}
(variación anual)

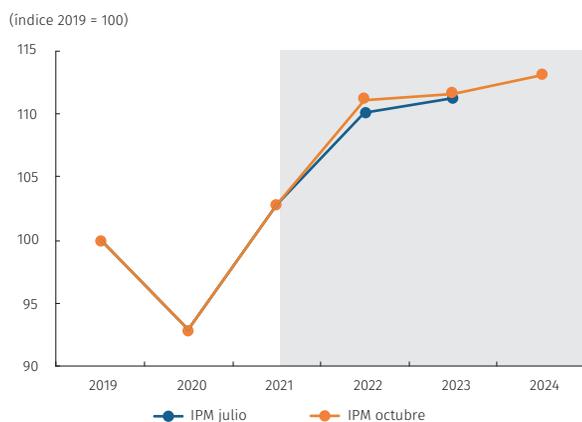


a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Para 2023 y 2024 la economía colombiana debería presentar tasas de crecimiento menores a las registradas en los últimos dos años, las cuales le permitirían reducir gradualmente los excesos de demanda y converger hacia valores del producto más sostenibles en el largo plazo.

En los próximos dos años la economía colombiana enfrentaría condiciones financieras externas más apretadas que las estimadas en el informe anterior, que implican costos de financiamiento más altos. Además, los socios comerciales registrarían tasas de crecimiento bajas y menores que las contempladas en informes pasados, en un contexto de alta inflación externa y una política monetaria global más restrictiva. A esto se suman unas condiciones financieras internas más apretadas y unos niveles de prima de riesgo país más altos en el horizonte de pronóstico, con efectos negativos sobre la confianza y la inversión. Todo esto debe llevar a que el consumo total caiga, sobre todo en la primera mitad de 2023, y que la inversión mantenga niveles inferiores a los registrados antes de la pandemia, a pesar de que para esta última se supone una dinámica importante en las obras civiles adelantadas por los gobiernos locales que entran en su último año de mandato. De esta forma, se espera que la actividad económica se desacelere de manera importante frente a lo observado en 2021 y lo esperado para todo 2022. Dicho pronóstico podría contemplar un retroceso en los niveles del PIB en el primer trimestre de 2023, con lo cual el crecimiento para el año completo sería del 0,5% (frente al 1,1% del Informe anterior) (Gráfico 2.22). Este bajo ritmo de expansión tiene implícita una corrección del consumo desde los altos niveles actuales y una inversión que no recuperaría los niveles prepandemia dentro del horizonte de pronóstico. En 2024 se espera que la actividad económica se acelere un poco, pero su ritmo de aumento continuaría por debajo del crecimiento potencial. Es importante resaltar la gran incertidumbre que rodea a los factores fundamentales internos y externos que explican este pronóstico, los cuales se detallan en la sección 2.3 de este Informe.

Gráfico 2.22
Niveles del PIB



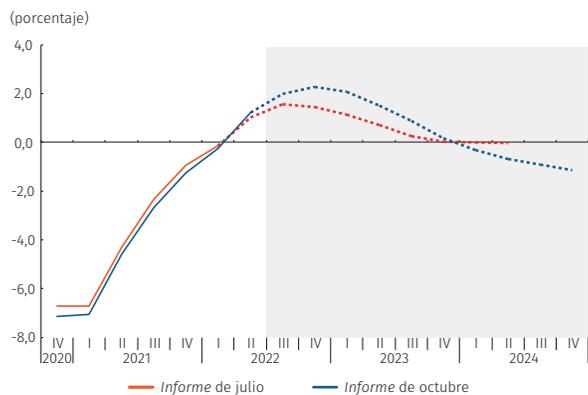
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República

Dado el comportamiento reciente del mercado laboral y las previsiones en materia de actividad económica contempladas en este Informe, se estima que la tasa de desempleo nacional continúe estable en lo que resta de 2022, y que en 2023 se sitúe, en promedio, en un 11% (en un rango entre el 9,2% y 12,8%). La información disponible de la GEIH muestra un mercado laboral que registra crecimientos anuales del empleo, aunque con señales de estabilización en los últimos meses, especialmente en el área urbana. La dinámica del empleo ha sido jalonada por el segmento asalariado, mientras que el no asalariado ha crecido a un menor ritmo y es donde, en especial, se aprecian señales de estabilización. Otros indicadores de demanda laboral, como es el caso de los índices de vacantes, también exhiben una tendencia creciente, aunque con un comportamiento más moderado en el margen. Por su parte, la participación laboral se ha mantenido estable en el último semestre, lo que ha dado espacio a reducciones de la tasa de desempleo (TD) desestacionalizada (véase el capítulo 3). A partir de esta dinámica y del escenario macroeconómico contemplado en este Informe, el equipo técnico estima que la TD nacional se mantendría estable en lo que resta de 2022, y se ubicaría en el 10,6% en el último trimestre del año. Por su

parte, la TD urbana cerraría el año en 11,2%. Para 2023 los pronósticos de la TD promedio de todo el año sugieren que, para el agregado nacional, este indicador se ubicaría entre el 9,2% y 12,8%, con valor más probable del 11%. En el caso de las zonas urbanas, la TD podría ubicarse entre un 9,9% y 13,5%, con 11,7% como valor más probable. Lo anterior sugiere la presencia de una brecha de desempleo urbana negativa igual a la estimada en el reporte anterior, lo que implica un mercado laboral apretado en 2022 que podría estar generando presiones inflacionarias. Sin embargo, hacia 2023 estas presiones desde el mercado laboral empezarían a disminuir, dados los incrementos de la TD esperados para ese año (véase el *Reporte de Mercado Laboral* de octubre de 2022).

En los próximos trimestres la economía colombiana continuaría exhibiendo excesos de demanda, con una brecha del producto positiva y mayor a la estimada en informes anteriores. Se prevé que durante 2023 comience a disminuir gradualmente hasta cerrarse hacia finales de dicho año. Así lo sugiere la información de actividad económica más reciente, la cual durante el segundo trimestre de 2022 mantuvo un importante ritmo de expansión debido, en mayor medida, al buen desempeño del consumo privado y de la inversión en maquinaria y equipo. A esto se suma un mercado laboral que registra ganancias en la creación de empleo y reducciones consecutivas de la tasa de desempleo. Por el lado de los precios, la inflación total y los diferentes indicadores de inflación básica a agosto siguen sorprendiendo al alza y ubicándose muy por encima de la meta, resultado de diversos factores internos y externos que han afectado tanto a la oferta como a la demanda. Todo lo anterior estaría señalando que la economía colombiana estaría operando por encima de su capacidad productiva. Así, el escenario de pronóstico de este *Informe* contempla una brecha del producto anual para 2022 que se mantendría en terreno positivo (2,3%) y que sería mayor que la estimada en el *Informe* de julio (1,5%) (Gráfico 2.23). La nueva brecha es coherente con el crecimiento del PIB proyectado para 2022 (7,9%) y con un producto potencial que crecería 4,2% en ese mismo año. Se estima que en 2023 la brecha del producto comience a cerrarse gradualmente, acorde con la corrección del consumo privado, con unas condiciones financieras internacionales desfavorables, con el ajuste fiscal esperado y con una política monetaria que se mantendría en terreno contractivo. Así, para finales de 2023 la brecha de producto se situaría en valores cercanos a cero, con un producto potencial que crecería un 2,6%. Cabe señalar que estas estimaciones están rodeadas de una gran incertidumbre por cuenta de los riesgos internos y externos mencionados en la sección 2.3 de este *Informe*.

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.

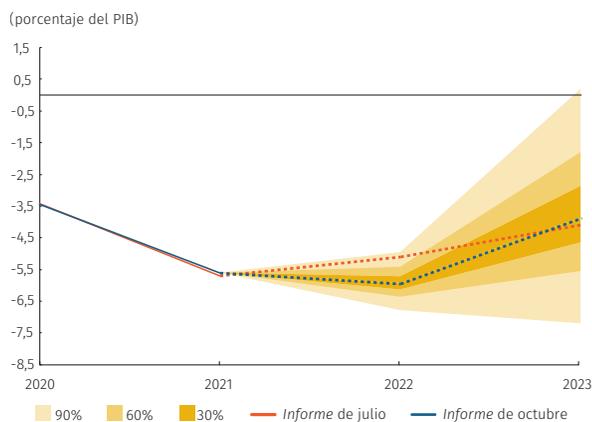
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

2.2.3 Balanza de pagos

Para 2022 se proyecta un déficit en la cuenta corriente del 6% del PIB, mayor que el observado en 2021 (5,6% del PIB)²⁰. El

20 En el tercer trimestre de 2022 el déficit en la cuenta corriente habría alcanzado el 6,9% del PIB. El alto desbalance externo respondería a los egresos netos de la renta factorial, resultantes de las utilidades de las empresas con capital extranjero y los intereses de la deuda externa, y al crecimiento de las importaciones de bienes y servicios, que mantendrían el déficit

Gráfico 2.24
Cuenta corriente anual^{a/, b/}
(acumulado 4 trimestres)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para 2022 y 2023. 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.

Fuente: Banco de la República.

mayor desbalance externo estaría asociado, en parte, con el aumento de las importaciones de bienes y servicios durante el año, explicado principalmente por el crecimiento de la demanda interna y por los mayores precios de las materias primas, en especial los de los combustibles y los de los insumos para la industria y la agricultura. Además, la dinámica de la actividad económica local y los precios elevados de los hidrocarburos incrementarían la remisión de utilidades al exterior de las empresas con capital extranjero que operan en el país²¹. Al alto déficit también contribuirían el pago de servicios de transporte de mercancías, dado el incremento de las tarifas mundiales y del repunte del comercio externo del país. Los mayores intereses de la deuda externa, derivados del aumento de las tasas de interés internacionales y del mayor saldo de la deuda externa, también aportarían al desbalance externo. Por su parte, los factores que contribuirían a mitigar la ampliación del déficit corriente incluyen una mejora en los ingresos externos derivada, principalmente, del aumento de los precios de las exportaciones, de los ingresos netos por turismo, de las ventas externas de bienes no tradicionales y de las remesas de trabajadores. No obstante, el volumen de las exportaciones de bienes tradicionales crecería a tasas modestas, y en algunos casos puntuales se registrarían caídas anuales. Así, la estimación del déficit corriente para 2022 es del 6% del PIB, lo cual implica una revisión al alza frente al Informe de julio (5,1%).

En 2023 el déficit de la cuenta corriente se reduciría y representaría el 3,9% del PIB, acorde con el ajuste esperado de la demanda interna (Gráfico 2.24). La menor dinámica prevista del consumo y la caída de los precios mundiales de insumos y productos implicarían un menor valor de las importaciones de bienes y servicios. Asimismo, las menores rentas esperadas de la inversión extranjera directa (IED), junto con la normalización de los costos globales del transporte marítimo de mercancías y una balanza favorable en los servicios turísticos, restarían presiones sobre el desbalance externo. En 2023 la reducción del déficit corriente estaría limitada por la caída de las exportaciones tradicionales, dados los menores precios y niveles de producción relativamente bajos de las principales materias primas, como el petróleo, el carbón y el café; por una desaceleración en la demanda de productos industriales por parte de nuestros socios comerciales; por el incremento de los intereses de la deuda externa, y por un leve retroceso en las remesas de trabajadores debido al deterioro esperado de la actividad económica en los países donde residen los migrantes. Desde el punto de vista del balance macroeconómico de ahorro e inversión, el menor déficit en la cuenta corriente sería acorde con la corrección esperada del consumo privado y del desbalance fiscal en 2023. Finalmente, se resalta que la incertidumbre sobre las condiciones financieras y económicas futuras es alta y que se ha incrementado recientemente, lo

comercial elevado. El mayor desbalance corriente se daría a pesar de los precios favorables de las exportaciones, en especial del petróleo y de los bienes mineros, del repunte en los ingresos netos por turismo y de las altas remesas de trabajadores.

21 El incremento anual de las utilidades de las firmas extranjeras respondería, principalmente, a las altas cotizaciones del carbón y el petróleo.

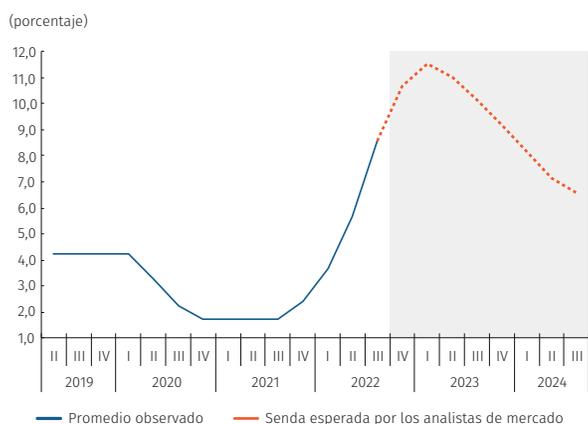
que genera riesgos en las proyecciones de las cuentas externas para 2022 y 2023 presentadas en este Informe.

En el horizonte de pronóstico se supone que el país mantendría el acceso al financiamiento externo, aunque a costos significativamente mayores y en un entorno de alta volatilidad en los mercados de capitales. Las condiciones financieras externas se han apretado debido al incremento de las tasas de interés internacionales de referencia y a una mayor percepción de riesgo local. En estas condiciones, se prevé que los flujos por IED continúen financiando una porción mayoritaria del déficit externo en 2022 y 2023. En particular, en 2022 se registraría un repunte significativo de la IED debido al crecimiento económico, los altos precios de los hidrocarburos, y las entradas de capitales destinadas a la adquisición puntual de empresas colombianas²². Para 2023 se espera una moderación de la IED en la medida en que los factores mencionados para 2022 pierdan dinamismo. En relación con los otros flujos de capitales asociados con el sector privado, en 2022 se constituirían activos en el exterior por parte de no residentes, lo que sería compensado en buena parte por entradas provenientes de nuevo endeudamiento. Se espera que en 2023 se mantenga esta dinámica y que el sector privado incremente sus pasivos de deuda externa. Por su parte, y de acuerdo con la reducción del déficit fiscal esperado, el sector público continuaría contribuyendo a la financiación externa en 2022 y 2023, pero a ritmos más moderados que los observados en los dos años anteriores.

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 se ubica en 10,7% para el cuarto trimestre de 2022 y en 9,2% para el cierre de 2023 (Gráfico 2.25). En la encuesta mensual de expectativas de octubre, realizada por el Banco de la República y aplicada a los analistas, la mediana de las respuestas ubica la tasa de interés de intervención vigente para el cuarto trimestre de 2022 en 10,7% (mediana de 11% para la reunión de octubre y 11,5% para la reunión de diciembre). Para el cuarto trimestre de 2023 los analistas proyectan un 9,2% y para el tercer trimestre de 2024 la ubican en 6,6%. La senda de tasa de interés implícita en el pronóstico macroeconómico del equipo técnico responde a las condiciones descritas en este informe (inflación por encima de la meta, excesos de demanda, presiones cambiarias, etc.). Dicha senda, para un horizonte de ocho trimestres, es mayor en promedio que la esperada por el mercado en la encuesta de octubre de 2022. En el horizonte de pronóstico aún persiste un alto nivel de incertidumbre sobre la evolución de la política monetaria en los Estados Unidos, las condiciones financieras globales, las tensiones geopolíticas, los precios de las materias primas, la prima de riesgo soberano del país y la evolución de la actividad económica local.

Gráfico 2.25
Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas^{a/}



a/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa que estaría vigente en cada trimestre de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la Encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en octubre de 2022. Fuente: Banco de la República.

22 Las entradas de capitales para la compra de acciones de Nutresa y Grupo Sura se observaron en el primer trimestre de 2022 y fueron contabilizadas como IED y como endeudamiento externo del sector privado.

2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

Los riesgos asociados con unas condiciones financieras externas más apretadas, así como con la evolución de factores internacionales que podrían afectar el desempeño de la economía colombiana, son las principales fuentes de incertidumbre en los ejercicios de densidades predictivas (DP)²³. En el balance de riesgos considerado en el horizonte de política se incluye la alta incertidumbre con respecto a la evolución futura de los precios del petróleo, la dinámica de la tasa de interés de la Fed, la prima de riesgo del país y la posibilidad de una economía global más débil durante 2023, lo que se refleja en una mayor amplitud en los intervalos de incertidumbre sobre los pronósticos de las variables macroeconómicas.

El costo del fondeo externo del país podría ser mayor que lo esperado, dadas las políticas monetarias restrictivas para enfrentar la inflación global, el deterioro de la percepción de riesgo de Colombia en los mercados financieros internacionales y la incertidumbre local. En el presente *Informe* la incertidumbre sobre los costos de fondeo externo es mayor que en los reportes anteriores. La materialización de dicho riesgo implicaría mayores presiones de la tasa de cambio y su transmisión hacia los precios, tasas de interés más altas y menores niveles de actividad económica, en un contexto en el que la economía sigue presentando déficits fiscales y externos. De igual manera, se incorpora la incertidumbre asociada con el ajuste del precio de los combustibles, así como el riesgo proveniente de los procesos de indexación a mayores precios y salarios.

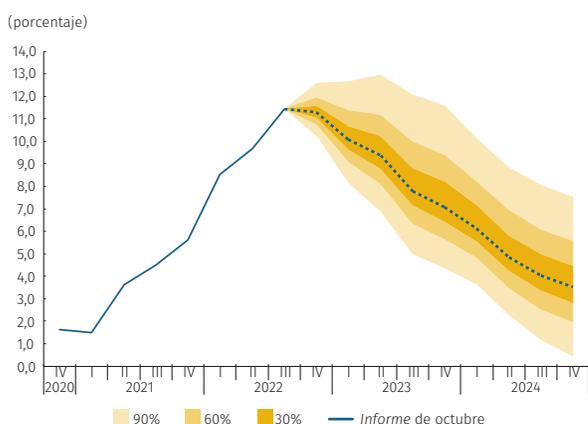
El balance de riesgos para el escenario macroeconómico incluye niveles elevados de incertidumbre y un sesgo al alza en la inflación. La posibilidad de mayores tasas de interés internacionales y primas de riesgo más elevadas implica que las presiones cambiarias que afectan la inflación podrían ser mayores. Esto mantendría el sesgo al alza en la inflación SAR, particularmente en la canasta de bienes. De igual manera, la incertidumbre asociada con los efectos de la indexación sobre los precios de algunos servicios, tales como las comidas fuera del hogar y los arriendos, continúa siendo elevada y con un sesgo positivo, en un contexto en el cual las presiones de demanda están presentes, como lo sugiere la brecha del producto positiva. En la inflación de alimentos se mantiene una incertidumbre alta con un balance sesgado al alza, cuyos factores de riesgo están asociados con las presiones cambiarias y la velocidad en la que se diluyen los choques de costos que afectaron esta canasta. En el IPC de regulados se consideran los riesgos asociados con los ajustes en el precio de los combustibles, las proyecciones del precio del petróleo, la incertidumbre sobre los ajustes de algunas tarifas de servicios públicos, y presiones provenientes de la tasa de cambio. Con todo lo anterior, la senda proyectada de la inflación total presenta un sesgo al alza a lo largo del horizonte de pronóstico.

El ejercicio de DP captura sesgos a la baja en la actividad económica para 2023 ante las perspectivas de un desempeño económico global débil y condiciones financieras externas que pueden afectar la demanda agregada. Existen varios riesgos que generan sesgos a la baja en el crecimiento del PIB y la brecha del producto durante 2023 y 2024. Dentro de los factores se incluyen los asociados con las condiciones y el costo del financiamiento externo para la economía colombiana, la posibilidad de una desaceleración en la actividad económica global y las tensiones geopolíticas. Por otra parte, el riesgo de un mayor apretamiento de las condiciones financieras internas y la incertidumbre sobre la evolución de algunos mercados locales generan sesgos a la baja sobre las dinámicas del consumo y la inversión.

23 Los detalles técnicos sobre la construcción del balance de riesgos, mediante el ejercicio de densidades predictivas, 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.

En síntesis, el balance de riesgos sobre el escenario macroeconómico se caracteriza por un nivel elevado de incertidumbre (intervalos amplios de pronóstico), por un sesgo a la baja en el crecimiento del PIB en 2023, y al alza en la inflación para todo el horizonte de pronóstico (gráficos 2.26, 2.27, 2.28 y 2.29). En este contexto, con un 90 % de probabilidad, la inflación se situaría en un rango entre el 4,4 % y el 11,6 % al final de 2023 y entre el 0,4 % y el 7,5 % al cierre de 2024. Con el mismo grado de certeza la inflación básica se ubicaría al final de 2023 entre el 4,2 % y el 10,4 %, y para diciembre de 2024, entre el 0,8 % y el 7,9 %. La probabilidad de que la inflación total y básica se registren por debajo del 4 % durante el cuarto trimestre de 2024 se ubica en 51 % y en 45 %, respectivamente. En cuanto a la actividad económica, el crecimiento del PIB se estima con un 90 % de probabilidad en un rango entre el -3,6 % y el 3,1 % para 2023, y entre -3,1 % y 4,8 % para 2024.

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



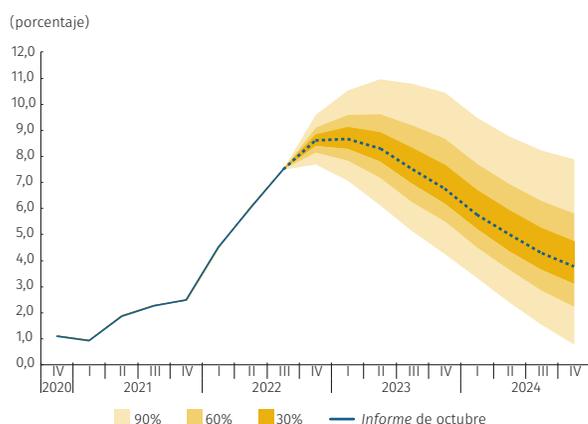
	IV trim. 2022	IV trim. 2023	IV trim. 2024
Moda	11,29	7,09	3,51
< Moda	46%	37%	42%
Intervalos			
<2	0,0%	0,2%	17,9%
2--4	0,0%	3,2%	33,2%
>4	100,0%	96,4%	48,7%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 9 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 el 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 2.27
IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)



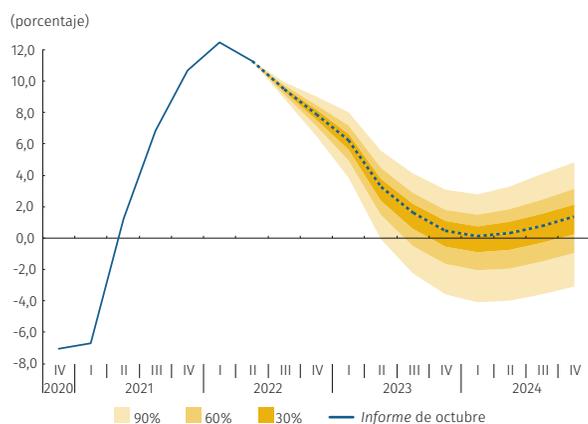
	IV trim. 2022	IV trim. 2023	IV trim. 2024
Moda	8,61	6,77	3,78
< Moda	48%	40%	41%
Intervalos			
<2	0,0%	0,2%	14,5%
2--4	0,0%	3,5%	30,8%
>4	99,9%	96,1%	54,4%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 9 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 el 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 2.28
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva^{a/, b/} (variación anual)



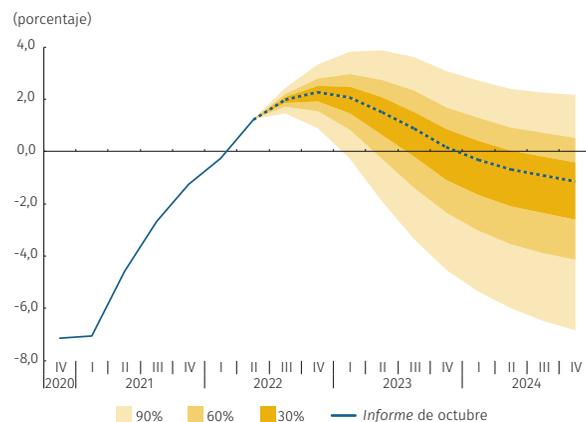
	IV trim. 2022	IV trim. 2023	IV trim. 2024
Moda	7,89	0,48	1,35
< Moda	56%	66%	59%
Intervalos			
<0	0,0%	56,5%	36,7%
0 a 2	0,0%	30,7%	31,8%
2 a 5	0,0%	12,2%	27,0%
>5	99,9%	0,4%	4,2%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 9 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 el 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 2.29
Brecha del producto, densidad predictiva^{a/, b/} (acumulado 4 trimestres)



	IV trim. 2022	IV trim. 2023	IV trim. 2024
Moda	2,26	0,16	-1,13
< Moda	57%	65%	68%
Intervalos			
< -2	0,0%	29,9%	55,5%
-2 a 0	0,1%	32,7%	25,3%
0-2	43,5%	24,7%	12,8%
>2	56,4%	12,7%	6,4%

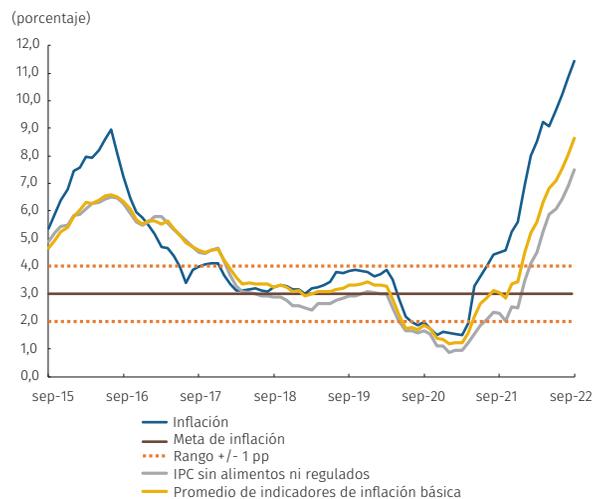
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 9 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 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.

3. Situación económica actual

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

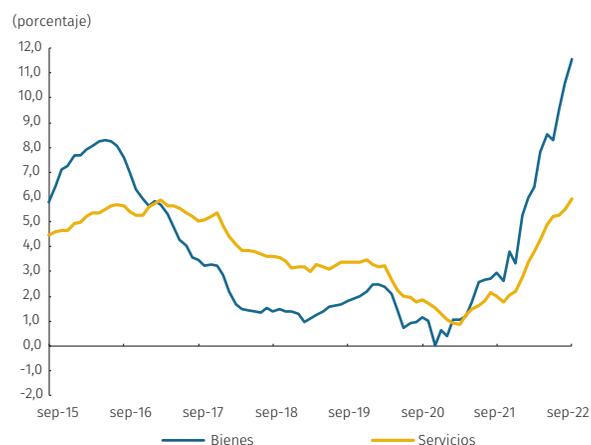


Fuentes: DANE y Banco de la República.

3.1 Comportamiento de la inflación y precios

Los precios al consumidor están siendo impulsados por la persistencia de diversos choques de oferta y de costos en un entorno de depreciación del peso, de alta demanda interna y de indexación de precios a tasas elevadas de inflación. La inflación anual al consumidor en septiembre (11,44%) superó la observada en junio (9,67%), siendo el registro más alto desde marzo de 1999 (13,51%) (Gráfico 3.1). El dato de septiembre se situó por encima de las estimaciones del mercado y del equipo técnico del Banco de la República en el *Informe de Política Monetaria* de julio. Las sorpresas alcistas se concentraron especialmente en el grupo de alimentos y regulados, cuyas variaciones anuales superaron lo previsto en el informe anterior. La inflación básica (sin alimentos ni regulados) también mantuvo una tendencia alcista durante el tercer trimestre, al pasar del 6,06% en junio al 7,49% en septiembre. En este trimestre persistieron las perturbaciones que vienen impulsando a la inflación en el mundo desde finales de 2021 y comienzos de 2022. Entre estas se destacan la crisis energética, de materias primas y de agroinsumos generada por la invasión de Rusia a Ucrania. A estas se suman, aunque en menor escala, los problemas globales de transporte y logísticos, y las dificultades productivas en China generadas por la crisis energética de 2021, aumentos en los costos laborales y las políticas de cero tolerancia al Covid-19 en ese país. A lo anterior se agrega una oferta alimentaria restringida por políticas de soberanía alimentaria en algunos países, que han limitado o suspendido los volúmenes exportados, además de sequías en varios lugares del mundo. A nivel local, además de la depreciación acumulada del peso frente al dólar, los precios al consumidor vienen siendo impulsados por una fuerte demanda interna que supera la capacidad productiva de la economía, por una indexación a tasas más altas de algunos rubros regulados y servicios, así como por un menor abastecimiento de algunos alimentos debido a las mayores exportaciones o ciclos productivos adversos.

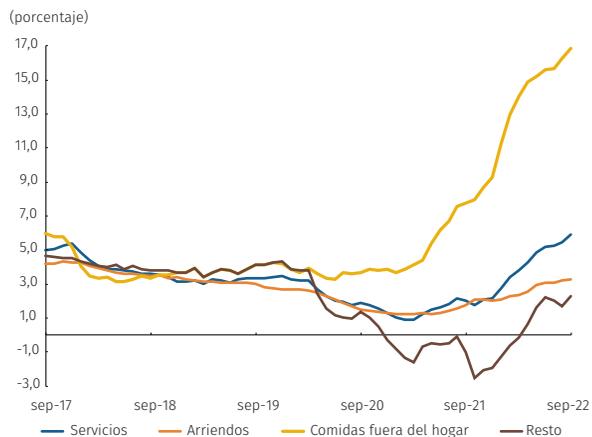
Gráfico 3.2
IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Durante el tercer trimestre el ajuste anual de precios del IPC de bienes fue significativo por una mayor depreciación, por la reactivación de algunos impuestos suspendidos durante la pandemia y por una fuerte demanda interna. El cambio anual del IPC de bienes continuó con la tendencia al alza que trae desde comienzos de año, al cerrar septiembre (11,6%) por encima del dato de junio pasado (8,3%) y de diciembre de 2021 (3,3%) (Gráfico 3.2). Estos precios de la canasta familiar están siendo impulsados, desde el frente externo, por los costos al alza en toda la cadena productiva de la economía provocados por la pandemia y por los demás factores externos ya señalados. En el ámbito nacional el alza en los precios de los bienes reflejó el incremento de las tarifas de energía eléctrica, la depreciación acumulada de la tasa de cambio en lo corrido del año y una brecha de producto positiva. Dentro de la subcanasta de bienes sobresale el aumento de precios

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

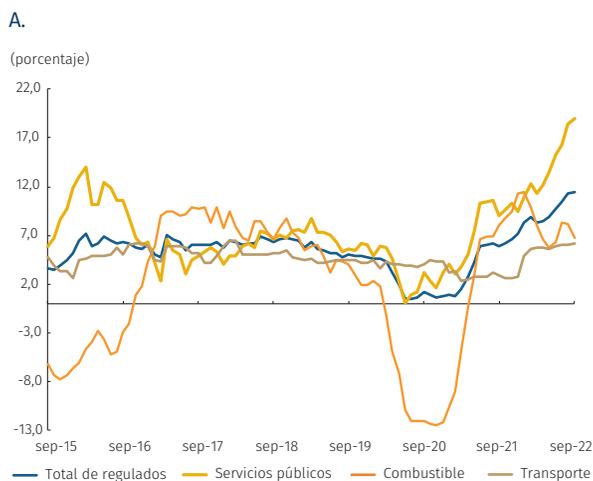
de los medios de transporte privado, que son el segmento de mayor peso en el grupo. Asimismo, los productos de aseo, higiene y algunos productos médicos, comenzaron a incluir de nuevo el IVA a partir de julio, impuesto que fue suspendido transitoriamente hasta que terminara la emergencia sanitaria, en junio de este año.

El incremento de precios del IPC de servicios fue generalizado en el tercer trimestre. Aunque este segmento de la canasta familiar registró el menor crecimiento anual en septiembre entre las grandes agrupaciones del IPC (5,9%), su dinámica fue alcista con respecto a lo observado en junio (5,2%) y diciembre (2,2%) (Gráfico 3.2). Dentro de los servicios se destaca el comportamiento de arriendos con un crecimiento anual de 3,3% en septiembre que, aunque superior al de junio (3,1%), es un ajuste aún moderado y cercano a la meta de inflación. De acuerdo con cifras históricas, los cánones de arrendamiento suelen incorporar muy lentamente, y por varios semestres, las mayores presiones inflacionarias (Gráfico 3.3). En contraste, las comidas fuera del hogar sorprendieron por su acelerado ritmo de crecimiento anual, al pasar del 15,6% en junio al 16,8% en septiembre. La tendencia alcista de los alimentos y de los servicios públicos en general, junto con los mayores costos laborales, han impulsado los precios de las comidas fuera del hogar. Es importante resaltar que estos precios fueron impactados al alza al comienzo del año por la recuperación parcial de los impuestos indirectos²⁴. El resto de la canasta de servicios mantuvo su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, y cerró septiembre (2,3%) con una variación anual de sus precios similar al registro de junio (2,2%).

Los precios de los regulados se están indexando a tasas más altas por el repunte de la inflación al consumidor y del productor. El cambio anual de esta canasta viene marcando una tendencia positiva a lo largo del año, al pasar del 7,1% en diciembre pasado al 9,8% en junio y cerrar septiembre en un 11,5% (Gráfico 3.4, panel A). Durante el tercer trimestre el comportamiento alcista de los regulados se concentró en los servicios públicos. La energía, en particular, exhibió altos incrementos en sus tarifas debido a que la mayoría de los componentes de su fórmula tarifaria están indexados al IPP, el cual registró incrementos elevados y superiores a los del IPC. A lo anterior se sumó la actualización de incrementos no aplicados durante la pandemia (opción tarifaria), concernientes a la recuperación de las inversiones realizadas para mejorar la cobertura e incorporar más fuentes renovables (eólica y solar) en la matriz energética y por incrementos en las pérdidas no técnicas (conexiones ilegales a la red y no pago del servicio) en algunas ciudades, entre otras causas. Por su parte, las tarifas del acueducto siguen impulsadas por la mayor inflación al consumidor, mientras que el gas residencial viene incorporando en sus tarifas los altos precios internacionales de los

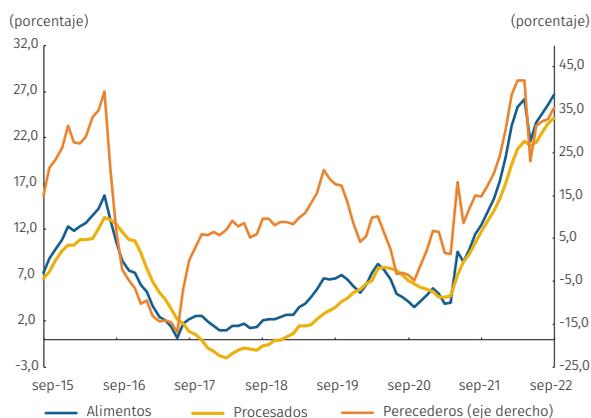
24 El restablecimiento del impuesto al consumo de los servicios de comidas se verificó parcialmente en enero de 2022, de acuerdo con lo establecido en la Ley de Inversión Social, la cual contempla la recuperación de los impuestos indirectos para los restaurantes pertenecientes al régimen común, mientras los que pertenecen al régimen simple lo harán a partir de enero de 2023. Véase al respecto el parágrafo 5 del artículo 57 de la Ley 2155 del 14 de septiembre de 2021 del Congreso de la República.

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



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

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

combustibles y la depreciación acumulada del peso frente al dólar. El resto de las agregaciones de los regulados (combustibles, educación y resto) no presentaron cambios importantes en sus variaciones anuales durante el tercer trimestre (Gráfico 3.4, paneles A y B). Finalmente, se resalta que en el caso de los combustibles el Gobierno Nacional ya elaboró un plan de ajuste en sus precios con el fin de reducir el déficit actual que presenta el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).

Durante el tercer trimestre la variación anual en el IPC de alimentos volvió a retomar una senda ascendente, impulsada por costos al alza y una menor oferta mundial de agroquímicos y materias primas. La variación anual del IPC de alimentos de septiembre (26,6%) repuntó con respecto a lo observado en junio (23,6%) (Gráfico 3.5).

Durante el tercer trimestre no se repitió, como se esperaba, la caída en los precios relativos de los alimentos perecederos, y el ajuste anual de este segmento de alimentos aumentó entre junio (31,2%) y septiembre (35,5%). Lo anterior habría estado asociado con choques tanto internos como externos, entre los que se destaca el bloqueo vial de mediados del año pasado (véase el Recuadro 1 de este informe) y la invasión de Rusia a Ucrania. Estos choques generaron un uso reducido de agroquímicos (abonos y plaguicidas) o, en su defecto, el abandono de algunos cultivos. A esto se sumó unas exportaciones crecientes de frutas hacia el mercado internacional y ciclos productivos adversos por exceso de lluvias que afectaron la productividad de ciertos cultivos (algunas frutas y café). Por su parte, en septiembre los cambios anuales de los precios de los alimentos procesados alcanzaron (24,1%) un máximo en años recientes. Los precios de este tipo de alimentos fueron impulsados por la depreciación acumulada del peso frente al dólar, algunas dificultades para adquirir materias primas agrícolas por el mencionado conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, los problemas aún persistentes en las cadenas globales de logística y de transporte, la implementación en algunos países de la soberanía alimentaria (que ha reducido el flujo de algunos alimentos en el mundo), así como por sequías extremas en algunas regiones del mundo que están debilitando la oferta global de alimentos.

La inflación anual al productor continúa relativamente estable en tasas elevadas. El cambio anual del IPP de oferta interna en septiembre (21,6%) no fue muy distinto del registrado en junio (21,9%) y en enero (21,4%)²⁵, aunque estos niveles sí son los más altos desde 1991 (Gráfico 3.6). La alta inflación al productor registrada a lo largo del año está soportada tanto por un alto crecimiento anual en los precios del componente local (23,7%) como en el importado (16,8%). Como sucede con los precios al consumidor, el IPP viene siendo impactado al alza por choques externos, como el conflicto bélico señalado (el cual ha generado escasez y precios internacionales altos en los bienes básicos), limitaciones al comercio internacional por parte de algunos países exportadores, sequías y contracción productiva en China. Lo anterior ha estado acompaña-

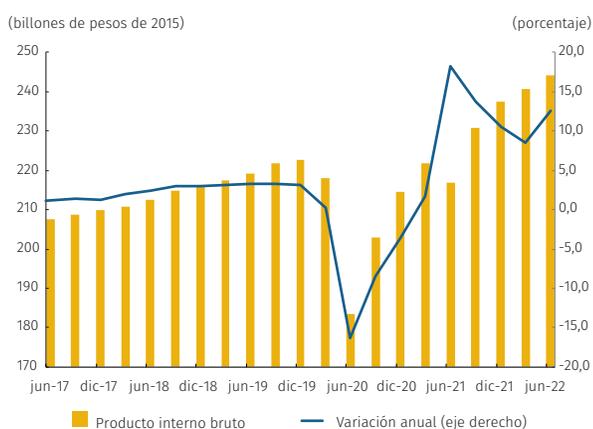
25 La variación anual del IPP y la de sus diferentes componentes del último mes disponible es de carácter provisional. El DANE, el mes siguiente confirma o corrige de manera oficial el último dato.

Gráfico 3.6
IPP por procedencia
(variación anual)



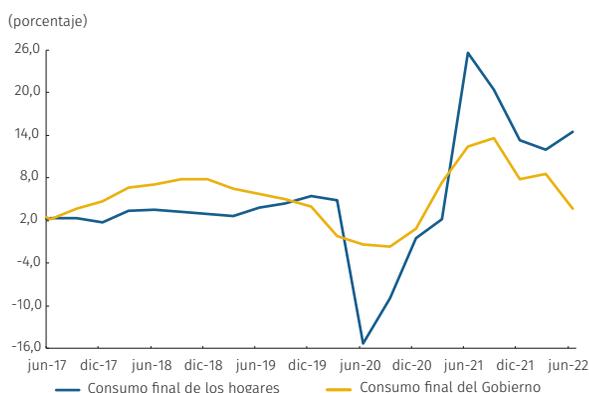
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



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

Gráfico 3.8
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.

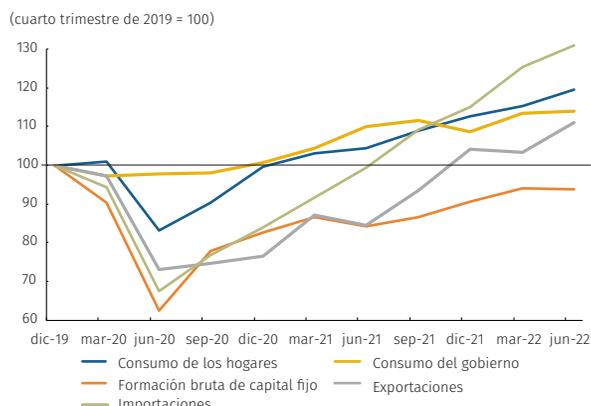
do, a su vez, de choques idiosincrásicos que impulsan el IPP, tales como la alta depreciación de la tasa de cambio, ciclos adversos agrícolas, mayores exportaciones de frutas y productos bovinos, exceso de precipitaciones (que han reducido las cosechas de café y frutas) e incluso la persistencia de efectos negativos sobre la producción agropecuaria originados por los bloqueos viales del año pasado.

3.2 Crecimiento y demanda interna

En el segundo trimestre la actividad económica mantuvo la tendencia al alza que traía desde hace algunos trimestres, superando el pronóstico del Informe anterior. En este periodo la economía colombiana registró una expansión anual del 12,6% tanto en las series originales como en las cifras desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario. Sobre estas últimas, dicho resultado superó lo contemplado por el equipo técnico en el escenario central del Informe de julio (11,5%) e implicó un crecimiento trimestral anualizado del 6,0%. Con esto, durante el segundo trimestre de 2022 el nivel del PIB se situó un 9,7% por encima de lo observado en el cuarto trimestre de 2019 (Gráfico 3.7). El dinamismo de la actividad económica en este periodo estuvo acorde con la recuperación del empleo, con unas condiciones financieras favorables y con una política monetaria que todavía se mantenía en terreno expansivo. Esta situación, junto con otros factores, propició un buen comportamiento de la demanda interna. Si bien en este periodo el crecimiento de los socios comerciales se desaceleró, las exportaciones mostraron un aumento significativo y contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB. Por el lado de la oferta, las actividades artísticas y de entretenimiento, el comercio y la industria manufacturera mantuvieron expansiones anuales elevadas y niveles superiores a los registrados en el periodo prepandemia. Por su parte, sectores como minería y construcción continuaron mostrando un bajo desempeño.

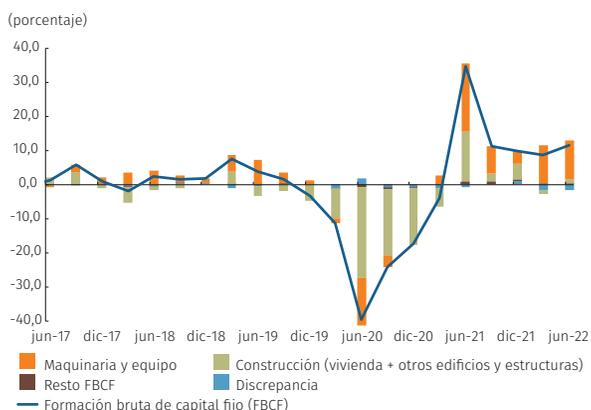
Entre abril y junio el crecimiento siguió impulsado, principalmente, por el consumo privado. Durante el segundo trimestre del año el crecimiento anual de este agregado (14,5%) se aceleró (Gráfico 3.8), en parte por una base baja de comparación (afectada por los bloqueos viales del año pasado), y en términos trimestrales también registró un aumento importante (15,7% trimestral anualizado). Por componentes, los consumos de bienes durables y semidurables continuaron con un fuerte dinamismo, que les permitió registrar expansiones anuales superiores al promedio del consumo de los hogares. Cabe señalar que la jornada sin IVA de junio impulsó de manera especial estos dos segmentos. El consumo de bienes no durables sorprendió con un aumento trimestral significativo, aun a pesar de la alta inflación que afecta especialmente este renglón. Por su parte, el consumo de servicios, el de mayor peso dentro del gasto privado, mantuvo su fortaleza, al crecer anualmente a una tasa del 16,6% y representar cerca de dos tercios del aumento anual del consumo privado y 40% del de la demanda interna. El buen desempeño del consumo de los hogares en el segundo trimestre siguió soportado por el aumento del ingreso disponible, en parte gracias a la recuperación del empleo, a la mayor repartición de dividendos, a la buena dinámica de las remesas de trabajadores, al crédito otorgado por el sis-

Gráfico 3.9
Niveles de los grandes componentes del gasto relativos al cuarto trimestre de 2019^{a/}



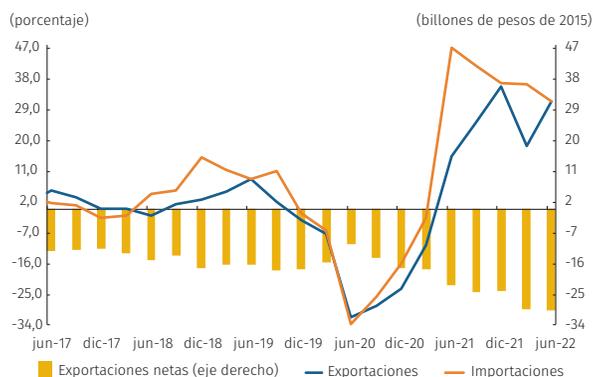
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



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

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.

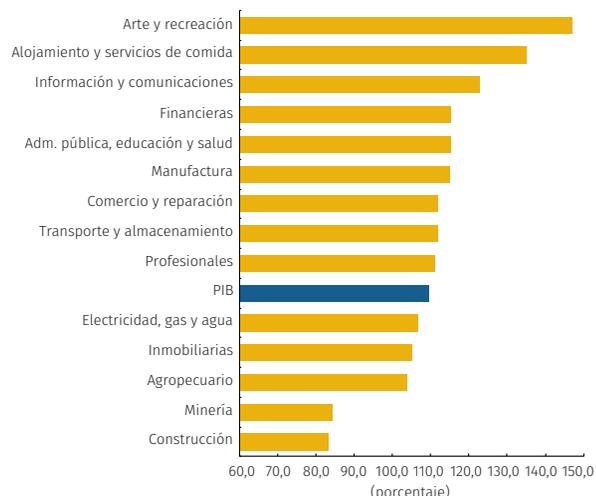
tema financiero a los hogares, entre otros factores. Por otra parte, el consumo público creció de nuevo entre trimestres, aunque a un menor ritmo que en periodos anteriores. El principal impulso a este componente habría provenído del incremento salarial de los funcionarios públicos que se dio durante el segundo trimestre.

La inversión presentó un desempeño modesto, con un nivel ligeramente inferior al del primer trimestre. En consecuencia, este continuó siendo el único de los grandes componentes de la demanda en ubicarse por debajo del nivel registrado antes de la pandemia (Gráfico 3.9). A pesar de ello, su tasa de expansión anual también se aceleró debido a una base de comparación favorable, y se ubicó en el 11,5% (Gráfico 3.10). El componente que siguió jalonando a la formación bruta de capital fijo fue la inversión en maquinaria y equipo, la cual sostuvo niveles altos, semejantes a los de comienzos de año, y un crecimiento anual sobresaliente (26,4%). Dentro de ella, el segmento más dinámico fue el de bienes de capital para la industria. En contraste, la inversión en construcción continuó con un desempeño mediocre, con decrecimientos trimestrales en los componentes de vivienda y otros edificios y estructuras. Dentro de este sector, la construcción de vivienda que no es de interés social (no VIS) y las obras civiles siguieron presentando los principales rezagos.

El déficit externo en pesos constantes se sostuvo en niveles históricamente altos y cercanos a los observados en el primer trimestre, a pesar del significativo aumento de las exportaciones. En el segundo trimestre las ventas al exterior de bienes y servicios se expandieron a una elevada tasa trimestral (7,6%) y anual (31,6%), lo que las ubicó en niveles máximos históricos. Los renglones más dinámicos continuaron siendo las exportaciones no tradicionales y las de servicios, en especial el turismo de no residentes. Por otro lado, la fortaleza de la demanda interna, y en particular del consumo privado y de parte de la inversión, se tradujo en una expansión importante de las importaciones durante el segundo trimestre (31,7% anual y 4,4% trimestral). El mayor crecimiento se observó en las importaciones de bienes de capital. Con todo lo anterior, el déficit comercial en pesos constantes se mantuvo en valores muy elevados (Gráfico 3.11), y representó un 12,1% del PIB, proporción cercana a la históricamente alta del primer trimestre.

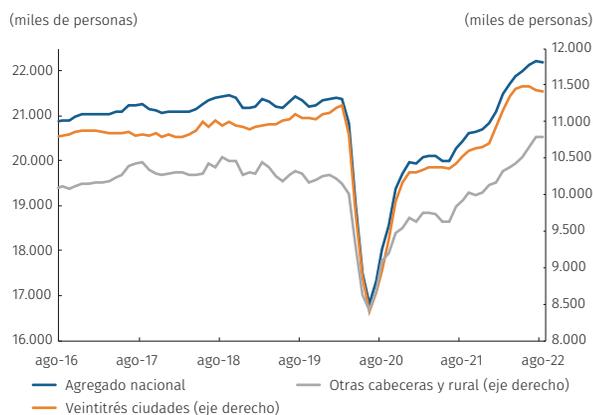
Todas las grandes ramas de la oferta registraron crecimientos anuales positivos, destacándose las actividades artísticas y de entretenimiento, el comercio y la industria manufacturera. Durante el segundo trimestre de 2022 la mayoría de las actividades terciarias mostraron un mejor desempeño que lo previsto en el Informe de julio. En particular, se destaca el comportamiento de las actividades artísticas y de entretenimiento, las cuales mantuvieron una expansión anual superior al 30% dada la reapertura y el aumento de aforos en dichos eventos, al sólido crecimiento de los juegos de azar y juegos en línea, así como al impulso que habrían tenido las actividades propias del ciclo electoral. El sector de alojamiento y servicios de comida también mantuvo su fortaleza y se situó aproximadamente en un 35% por encima de los valores del cuarto trimestre de 2019 (Gráfico 3.12). Las actividades de co-

Gráfico 3.12
Niveles sectoriales de valor agregado del segundo trimestre de 2022 relativos al cuarto trimestre de 2019^{a/} (cuarto trimestre de 2019 = 100%)



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

Gráfico 3.13
Población ocupada por dominios geográficos



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.14
Empleo por posición ocupacional: agregado nacional



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

mercio e industria manufacturera también tuvieron un buen dinamismo, jalonadas, en el primer caso, por la jornada sin IVA de junio. Si bien todas las ramas de la economía presentaron crecimientos positivos anuales, los sectores de minería y construcción mantuvieron un bajo desempeño y sus niveles continuaron siendo inferiores a los observados en el periodo prepandemia. En minería, tanto la extracción de carbón como la explotación de petróleo y gas continuaron con niveles bajos. Por su parte, en el caso de la construcción, el segmento de edificaciones siguió presentando un escaso dinamismo, a pesar de la muy buena dinámica de las ventas de vivienda de 2021, lo cual sugiere que la ejecución de estos proyectos ha sido lenta. Por su parte, el valor agregado en obras civiles se encuentra rezagado cerca de un 32% frente a los registros prepandemia.

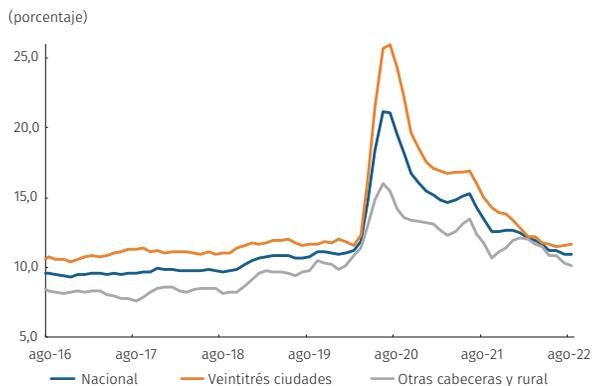
3.3 Mercado laboral²⁶

La información más reciente del mercado laboral muestra que el empleo continúa creciendo en términos anuales, aunque en el margen se aprecian señales de estabilización. Los resultados de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) muestran que, en el trimestre móvil terminado en agosto, el empleo registró un crecimiento anual del 8,5%, que corresponde a 1,7 millones de nuevos puestos de trabajo. Este comportamiento resulta del crecimiento del 8,3% en el área urbana y del 8,7% en las otras cabeceras y el área rural. Sin embargo, en el margen se aprecian señales de estabilización de este indicador, principalmente en el área urbana (Gráfico 3.13). A nivel sectorial, la variación anual del empleo estuvo jalonada en mayor medida por el buen desempeño de los segmentos de comercio y alojamiento, recreación y otros servicios, y administración pública, salud y educación, que en conjunto aportaron 4,6 pp a la variación total del empleo. Por grupos poblacionales, las mujeres, personas sin educación superior y no jefes de hogar continúan siendo quienes más contribuyen al crecimiento anual de la ocupación.

El crecimiento del empleo es jalonado principalmente por el segmento asalariado. En el trimestre móvil terminado en agosto, el segmento asalariado creció a un ritmo del 13,1% anual en el agregado nacional, lo que significó una expansión del empleo asalariado de 1,2 millones frente al mismo mes del año anterior, que corresponde al 71% de la creación de empleo total registrada en el último año. Por su parte, el segmento no asalariado exhibió un crecimiento más moderado, cercano al 4,8% anual, que representa cerca de 0,5 millones de nuevos empleos. Consistente con lo anterior, en el segmento no asalariado es donde se presentan principalmente señales de estabilización (Gráfico 3.14). La buena dinámica del empleo asalariado durante el último año estuvo jalonada por el empleo privado, que contribuyó con 6 pp a la variación anual

26 El análisis del mercado laboral presentado en este *Informe* se realizó con base en las series del empalme oficial del DANE entre la GEIH Marco 2018 y la GEIH Marco 2005. Para un análisis más detallado 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/reportes-mercado-laboral>

Gráfico 3.15
Tasa de desempleo por dominios geográficos

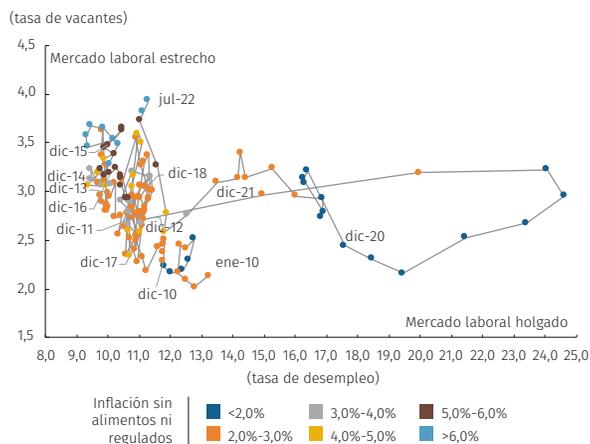


Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

del empleo total. Esto es acorde con el comportamiento de otras fuentes de información de empleo asalariado y formal, como las cotizaciones a pensión de la Plantilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA), y los registros de afiliados a administradoras de riesgos profesionales (ARL) y a cajas de compensación familiar (CCF), que muestran crecimientos anuales entre el 7,4 % y el 8 %.

La tasa de desempleo (TD) continúa cayendo en términos anuales, y se ubica en niveles prepandemia, aunque en los últimos meses se ha estabilizado en el área urbana. En el último semestre la participación laboral se ha mantenido estable en todos los dominios que, junto con los mayores niveles de empleo, han dado espacio a caídas anuales de la TD. En agosto, la serie en trimestre móvil registró una contracción frente al mismo mes del año anterior de 2,6 pp en el agregado nacional, ubicándose en un 10,9%. Por dominios geográficos, en el mismo mes la TD en las otras cabeceras y el área rural se ubicó en 10,2%, mientras que en el área urbana, acorde con una dinámica moderada de la ocupación en este dominio, la TD se ha estabilizado en niveles cercanos al 11,7% (Gráfico 3.15). Las ciudades en donde más se redujo la TD en el último año fueron Tunja (-8,8 pp) y Popayán (-5,4 pp), mientras que se presentaron incrementos en ciudades como Valledupar (2,9 pp) y Cartagena (2,5 pp). Por género, el buen dinamismo del empleo para las mujeres ha permitido que su TD disminuya más rápido que la de los hombres; de esta manera, la brecha de género ha exhibido importantes correcciones en los últimos meses y se ubica en niveles ligeramente más bajos que los observados antes de la pandemia.

Gráfico 3.16
Curva de Beveridge para las siete ciudades principales



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados. Para estimar las vacantes con GEIH se calculan las contrataciones según la metodología de Morales, Hermida y Dávalos (2019).
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Indicadores desde el punto de vista de la demanda sugieren un mercado laboral apretado. El desempeño de los índices de vacantes, calculados a partir de diferentes fuentes de información, como los avisos clasificados, las ofertas del Servicio Público de Empleo (SPE) y los estimados a partir de información de la GEIH y la PILA, muestran una tendencia ascendente, aunque se ha moderado en el margen. Esto es consistente con la información de expectativas de contratación, que proviene de la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* aplicada por el Banco de la República, las cuales se mantienen en un balance positivo, aunque con una caída cercana a 10 pp frente a la reportado hace tres meses, junto con un incremento importante en la percepción de los cuellos de botella para la contratación de personal. Lo anterior, junto con el comportamiento reciente de las tasas de desempleo, sugeriría un mercado laboral apretado, a la luz de la curva de Beveridge²⁷ (Gráfico 3.16), lo que estaría generando presiones inflacionarias. Por otro lado, la información proveniente de la GEIH muestra un aumento en los salarios corrientes, sin embargo, en el caso de los asalariados, la mayor inflación ha llevado a que se mantengan estables en términos reales. En el caso de los no asalariados, los ingresos laborales se han ajustado al alza tanto en términos corrientes como reales a lo largo del año.

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

Cuadro 3.1
Tasas de interés promedio mensual
(porcentaje)

	Sep-21	Dic-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22
Interbancarias					
TPM	1,75	2,70	4,00	6,00	9,05
TIB <i>overnight</i>	1,79	2,73	4,06	6,06	9,07
IBR <i>overnight</i>	1,77	2,72	3,99	6,02	9,05
IBR a 1 mes	1,93	2,96	4,77	6,77	9,74
IBR a 3 meses	2,27	3,36	6,06	7,78	10,61
IBR a 6 meses	2,76	3,96	7,38	8,71	11,25
Captación					
Ahorros	0,97	1,19	1,82	2,82	4,43
DTF 90 días	2,05	3,08	4,97	7,72	10,99
CDT a 180 días	2,45	3,71	5,63	8,40	12,54
CDT a 360 días	3,16	5,10	7,59	10,75	14,80
CDT > 360 días	3,68	7,14	9,55	14,37	17,01
Crédito					
Preferencial	4,98	6,00	8,09	10,82	14,86
Ordinario	7,34	8,18	10,33	12,62	16,10
Compra vivienda no VIS	9,06	9,40	10,32	12,01	14,63
Compra vivienda VIS	10,98	11,55	12,23	13,68	14,89
Consumo sin libranza	17,09	17,51	19,56	23,08	27,26
Consumo con libranza	11,23	11,65	12,50	13,83	16,86
Tarjeta de crédito	23,49	24,47	25,39	28,02	32,49

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

3.4 Mercado financiero y monetario

En el tercer trimestre las tasas de interés de ahorro y crédito continuaron aumentando y los crecimientos de la cartera se estabilizaron en tasas altas. Las condiciones financieras externas e internas más apretadas, el aumento de la inflación y de sus expectativas, y los ajustes en la tasa de interés de política monetaria (TPM), entre otros hechos, explican el comportamiento del mercado de ahorro y de crédito. En los ahorros, los certificados de depósito a término (CDT) registraron un repunte significativo y se constituyeron en una fuente importante de fondeo de los establecimientos de crédito. Estos fueron captados a tasas de interés altas, con aumentos que superan los incrementos acumulados en la TPM. Las tasas de interés de crédito en todas sus modalidades también continuaron aumentando. La aceleración de la cartera dirigida a los hogares y a las empresas se detuvo, pero su crecimiento se estabilizó en tasas altas. El sistema bancario se sigue mostrando sólido de acuerdo con su solvencia, su generación de utilidades y su capacidad patrimonial para absorber condiciones macroeconómicas adversas.

Las tasas de interés del mercado monetario, de depósitos y de crédito continúan con una tendencia creciente, en un entorno de aumentos de las tasas de interés externas, de mayores primas de riesgo país, de una inflación y sus expectativas elevadas, y de ajustes en la TPM. El indicador bancario de referencia (IBR) *overnight* y a un mes han seguido la senda de la TPM, mientras que a plazos más largos continúan reflejando, en parte, expectativas de mayores ajustes de la TPM (Cuadro 3.1). En el mercado de depósitos y de crédito, factores como los mayores niveles de tasas externas, el aumento de la prima de riesgo país, los ajustes de la TPM, los niveles elevados de la inflación y de sus expectativas, y las necesidades de cumplimiento del fondeo²⁸ explican gran parte del comportamiento de las cantidades y de las tasas de interés de estos mercados. En el tercer trimestre, los CDT representaron el total de los aumentos de las captaciones, con un crecimiento del 31% anual, y con tasas de interés que a todos los plazos superan los incrementos acumulados de la TPM. Las tasas de interés de los depósitos de ahorro también han aumentado, aunque en menor medida. En cuanto al mercado del crédito, sus tasas de interés siguen aumentando, de forma más acentuada para préstamos de consumo sin libranza, comerciales²⁹ y tarjetas de crédito, con incrementos acumulados que superan los ajustes realizados en la TPM. Las tasas de interés de los créditos de consumo con libranza y para compra de vivienda han regis-

28 Coeficiente de fondeo estable neto (CFEN): indicador establecido para monitorear la estabilidad de los depósitos de los establecimientos de crédito, que se encuentra reglamentado por la Superintendencia Financiera de Colombia mediante las circulares externas 19 de 2019 y 21 de 2022. En julio el CFEN de los establecimientos de crédito fue del 112,25%, superior al 100% exigido a partir de marzo de 2022.

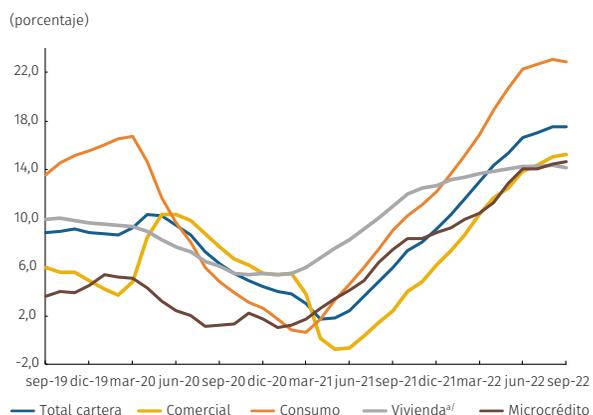
29 A partir de este Informe no se particularizará la tasa comercial para construcción de vivienda, pues sus desembolsos ahora se incluyen dentro de preferenciales y ordinarios.

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



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

Gráfico 3.18
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.

trado aumentos más moderados e inferiores a los registrados por la TPM. En términos reales las tasas de interés de ahorro y de crédito también han aumentado, aunque en menor medida que las nominales debido al incremento de la inflación y de sus expectativas (Gráfico 3.17).

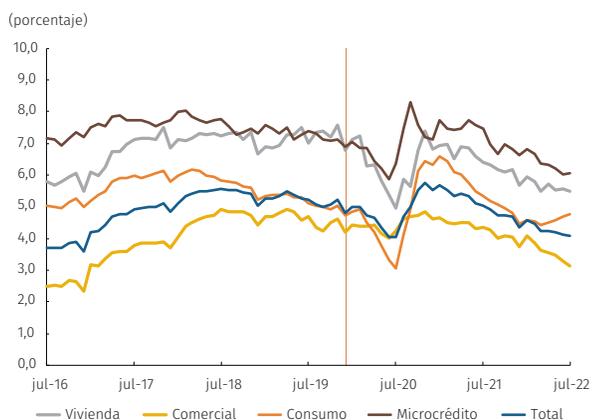
El crédito dejó de acelerarse, pero su crecimiento anual se estabilizó en tasas altas. Su dinámica sigue liderada por el comportamiento de los préstamos para consumo, componente del gasto que ha sido el principal impulsor de la demanda interna. Durante el tercer trimestre el crédito en moneda nacional registró un incremento promedio del 17,4% anual, explicado en gran parte por el desempeño de los préstamos destinados a consumo (22,8%) (Gráfico 3.18). En esta última modalidad, los desembolsos sin libranza para libre inversión han aumentado su participación y se ha visto una mayor utilización de tarjetas de crédito. Según la Superintendencia Financiera³⁰, la expansión de este tipo de crédito se encuentra por encima de sus tendencias, la calidad de sus cosechas se ha deteriorado y la capacidad de pago de los deudores se ha debilitado. Lo anterior también se refleja en la encuesta aplicada a los establecimientos de crédito³¹, donde sus resultados indican una menor oferta de nuevos créditos para préstamos de consumo. Por su parte, en el tercer trimestre la cartera de vivienda registró un incremento promedio del 14,3% anual, dato similar al observado en lo corrido del año. Aproximadamente el 90% de sus desembolsos se vienen entregando a tasa fija en pesos y con creciente participación de los préstamos para vivienda de interés social (VIS). En cuanto a la cartera comercial y el microcrédito, sus crecimientos anuales también se estabilizaron en tasas altas durante el tercer trimestre (14,9% y 14,4%, respectivamente) (Gráfico 3.18). En los desembolsos sigue predominando el plazo menor a un año, particularmente en los de tipo preferencial, demanda asociada con el capital de trabajo de las empresas. Las líneas de crédito a las grandes empresas siguen siendo las más importantes, seguidas por los préstamos a medianas y pequeñas empresas. Desde julio también se ha observado una moderada recuperación de los créditos comerciales en moneda extranjera otorgados por establecimientos de crédito radicados en el país.

Con información a julio, los indicadores de calidad del crédito y de solvencia, así como la generación de utilidades, siguen mostrando la solidez de los establecimientos de crédito. La moderación de los incumplimientos y el impulso que ha presentado la cartera vienen mejorando los indicadores de mora, que a julio se encuentran por debajo de los observados en 2019 (Gráfico 3.19). Si se incluye la cartera castigada, el indicador de mora también muestra una tendencia decreciente. Adi-

30 Véase, “Condiciones necesarias para gestionar coyunturas desafiantes”, de Jorge Castaño Gutiérrez, 56 Convención Bancaria (Asobancaria), Cartagena de Indias, 17 de agosto de 2022, disponible en: <https://www.superfinanciera.gov.co/descargas/institucional/pubFile1061702/20220817preconvencionbancaria2022.pptx>

31 Véase el *Reporte de la Situación del Crédito en Colombia*, de junio de 2022, páginas 4 y 5, disponible en: <https://doi.org/h6vs>

Gráfico 3.19
Indicador de mora
(cartera vencida/cartera total)



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

cionalmente, a partir de junio, los establecimientos de crédito comenzaron a aumentar el nivel de provisiones para prever posibles materializaciones de riesgos. Al tiempo, la solvencia total (17,6%) y básica (13,8%) se sostienen en valores superiores a los niveles requeridos (9,0% y 4,5%, respectivamente), mientras que las utilidades acumuladas en doce meses siguen mejorando (COP 19 b, frente a COP 16 b en diciembre de 2021 y a COP 13 b en 2019). Finalmente, las pruebas de resistencia financiera³² ante escenarios macroeconómicos desfavorables muestran que el sistema cuenta con las reservas patrimoniales para absorberlos.

32 El detalle de la metodología y sus resultados se encuentran en los capítulos de Ejercicios de sensibilidad incluidos en los reportes periódicos de estabilidad financiera publicados por el Banco de la República (véase <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-estabilidad-financiera>).

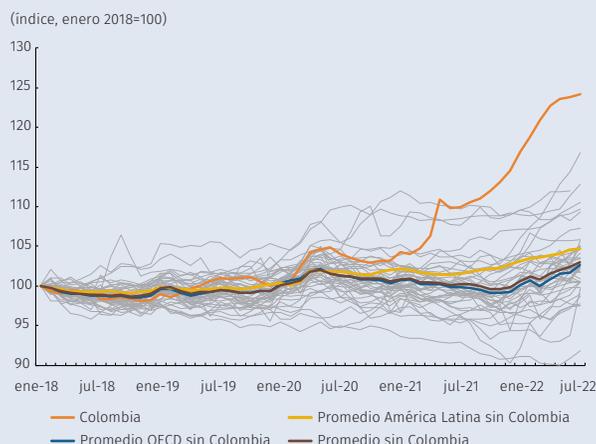
Recuadro 1: Inflación de alimentos: una comparación con otros países

Margarita María Gáfaró-González
Adolfo León Cobo-Serna
Edgar Caicedo-García
Alejandra González-Ramírez*

Desde el año pasado en todo el mundo se observan fuertes incrementos en los precios de los alimentos. En Colombia este fenómeno ha sido más intenso que en el resto de los países de América Latina y de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Entre mayo de 2021 y julio de 2022 los precios de los alimentos en Colombia presentaron crecimientos anuales promedio del 17%, registro superior en 12 puntos porcentuales (pp) al promedio de los otros países de la OCDE y 7 pp superior al del resto de América Latina. En este recuadro se estudian las causas de estas diferencias. Primero se muestra, con un ejercicio econométrico, que los efectos persistentes de los bloqueos viales durante el paro nacional de 2021 podrían explicar cerca de 9 pp de la brecha de inflación anual de alimentos entre Colombia y otros países comparables. Después, se describe el caso de la producción del huevo y papa en el país tras el paro. Estos dos ejemplos permiten evidenciar los efectos persistentes de los bloqueos sobre la oferta de alimentos en Colombia e ilustran los mecanismos mediante los cuales los bloqueos pudieron desencadenar incrementos persistentes en los precios de los alimentos en el país.

Los precios de los alimentos en el mundo han estado expuestos a fuertes presiones asociadas con incrementos en los precios de las materias primas y un alto dinamismo en la demanda global. Pese a que estos factores afectan a todos los países de manera similar, el Gráfico R1.1 muestra que, a partir de mayo de 2021, los precios relativos de los alimentos en Colombia han crecido más que en el resto de los países de América Latina y de la OCDE¹. La coincidencia entre el inicio de los bloqueos viales durante el paro nacional, el 28 de abril de 2021, y la ampliación de la brecha en la inflación de alimentos entre Colombia y otros países, en mayo de 2021, sugiere que el paro podría ser una de las causas de este comportamiento. A continuación, se presenta un ejercicio econométrico que ofrece información sobre esta relación y el posible efecto del paro en la ampliación de la brecha de inflación de alimentos entre Colombia y otros países.

Gráfico R1.1
Índice de precios relativos de los alimentos



Nota: las líneas grises representan los demás países de la OCDE y América Latina.
Fuentes: OCDE y CEPAL; cálculos propios.

1. Efecto de los bloqueos viales de 2021 sobre la brecha de inflación de alimentos entre Colombia y otros países

Especificación de estudio de eventos

Se utiliza una metodología de estudio de eventos para estimar el efecto de los bloqueos viales de 2021 sobre las diferencias en la inflación

* Los autores son la gerente de la Sucursal Cali, jefe de la Sección de inflación, profesional líder del Departamento de Programación e Inflación y profesional especializado de la sucursal Cali del Banco de la República. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

¹ Este índice se calcula dividiendo el IPC de alimentos sobre el IPC total, ambos índices con base enero de 2018.

de alimentos entre Colombia y un conjunto de países, el cual incluye el resto de Latinoamérica y la OCDE. Esta metodología permite medir el cambio en la brecha de la inflación entre Colombia y el promedio del resto de países después del paro, aislando el efecto de los choques globales, como la guerra entre Rusia y Ucrania, y el efecto de factores específicos a cada país, como el clima y la depreciación de la tasa de cambio. La ecuación (1) presenta la especificación econométrica que se estima con esta metodología:

$$\widetilde{P}_{ct} = \mu_c + \gamma_t + \sum_{j=-10, j \neq -1}^{14} \beta_j 1\{t-K=j\} G_c + \beta_{-11} 1\{t-K \leq -11\} G_c + X'_{ct} \Gamma + \epsilon_{ct}, \quad (1)$$

\widetilde{P}_{ct} es la inflación anual de alimentos en el país c y el mes t ; μ_c y γ_t son efectos fijos de país y tiempo respectivamente; K representa el primer mes tras el inicio del paro (mayo de 2021); G_c es una variable dicótoma que toma el valor de 1 para Colombia y 0 para el resto de los países (que se denomina grupo de control), y X'_{ct} incluye un conjunto de variables de control por país y mes. Estos controles, que se explican en detalle más adelante, incluyen medidas de excesos y escasez de lluvias, la depreciación de las monedas, efectos fijos de tiempo que interactúan con el peso de las exportaciones e importaciones de materias primas y alimentos en cada país, entre otros.

Los efectos fijos de país permiten controlar por características de cada país que no varían en el tiempo y que generan diferencias permanentes en sus niveles de inflación; por ejemplo, los regímenes de política monetaria y cambiaria. Los efectos fijos de tiempo capturan choques a la inflación que ocurren en determinados momentos y que afectan a todos los países por igual, por ejemplo, los incrementos en los precios internacionales de los insumos y los problemas logísticos en las cadenas globales de suministro.

Los coeficientes β_j son los parámetros de interés en esta ecuación. Estos coeficientes capturan el cambio en la brecha de inflación entre Colombia y el promedio en el grupo de control con respecto a esta brecha antes del paro. En particular, se toma abril de 2021 como mes de referencia. Así, estos coeficientes capturan el cambio en la brecha de inflación entre Colombia y el promedio del grupo de control j meses después del inicio del paro², con respecto a la brecha registrada en abril de 2021.

El cambio en la brecha de inflación entre Colombia y el grupo de control a partir de mayo de 2021 captura el efecto del paro sobre la inflación de alimentos en el país si dos condiciones se cumplen. En primer lugar, si antes del paro la inflación de alimentos en Colombia seguía una tendencia similar a la de los países del grupo de control³. En segundo lugar, si no hubo eventos o factores distintos entre Colombia y el grupo de control después de mayo de 2021, los cuales hayan afectado la inflación de alimentos. La primera condición implica unos coeficientes $\beta_j = 0$ para los meses anteriores al paro que se pueden probar empíricamente con la estimación de la ecuación (1). La segunda condición no es directamente verificable; sin embargo, como se muestra más adelante, la estabilidad de los coeficientes, estimados tras la inclusión de variables de control que capturan hechos relevantes para la inflación de alimentos en los países de la muestra, sugiere que los coeficientes estimados no se explican por estos factores y parecieran estar más relacionados con efectos persistentes del paro sobre los precios de los alimentos en Colombia.

Resultados

Se utilizan datos desde enero de 2012 hasta julio de 2022 para estimar la ecuación (1). El Gráfico R1.2 presenta los $\hat{\beta}_j$ estimados con sus respectivos intervalos de confianza al 95%. El gráfico muestra que no es posible rechazar la hipótesis nula de que los coeficientes $\hat{\beta}_j$ sean iguales a cero para los meses anteriores al paro ($j < 0$). Esto implica que, hasta abril de 2021, la brecha en la inflación anual de alimentos entre Colombia y el promedio del grupo de control seguía una tendencia similar, con valores que no son estadísticamente diferentes a la brecha observada en abril de 2021⁴. En mayo de 2021 esta brecha crece 6 pp por un

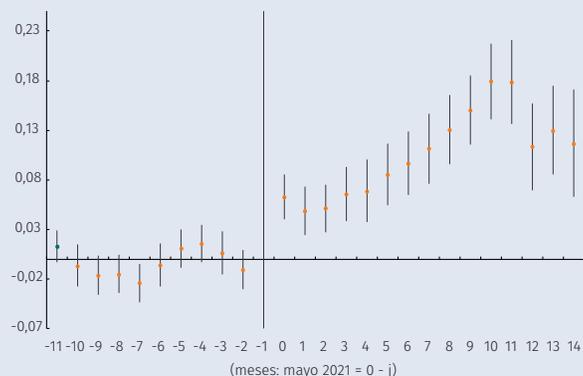
2 El subíndice j representa el tiempo relativo al inicio del paro (mayo de 2021); $j > 0$ representa periodos posteriores al paro y $j < 0$ representa periodos anteriores.

3 Este supuesto es equivalente al de tendencias paralelas en un diseño de diferencias en diferencias.

4 En abril de 2021 la inflación de alimentos en Colombia fue del 3,9% y en el promedio del grupo de control fue del 2,5%. El grupo de control incluye Argentina, Austria, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, Chile, Costa Rica, República Checa, Dinamarca, Ecuador, El Salvador, Estonia, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Guatemala, Honduras, Hungría, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Corea, Letonia, Lituania, Luxemburgo, México, Países Bajos, Nicaragua, Noruega, Panamá, Paraguay, Polonia, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia, España, Suecia, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos y Uruguay.

Gráfico R1.2
Resultados de las estimaciones del estudio de eventos

(puntos porcentuales; 100)



Nota: el gráfico muestra los coeficientes estimados β_j de la ecuación 1. Las variables de control incluyen: variaciones anuales en la tasa de cambio contemporáneas y con 12 rezagos, efectos fijos de tiempo interactuados con categorías según el peso de las exportaciones e importaciones de alimentos, las importaciones de insumos desde todo el mundo y desde Rusia y Ucrania, y los aranceles a las importaciones de alimentos. El coeficiente β_{11} agrupa los meses anteriores a mayo de 2020.

Fuentes: OCDE, CEPAL, Banco de la República de Colombia, Banco Central de Honduras, Banco Central de Nicaragua, Banco Central del Paraguay, Banco Central de Bolivia, WITS-Banco mundial; cálculos propios.

Cuadro R1.1
Resultados de las regresiones de diferencias en diferencias

	(1)	(2)	(3)	(4)
COL = 1 x Después del paro = 1	0,0915***	0,0942***	0,0830***	0,0943***
	(0,009)	(0,011)	(0,009)	(0,010)
Choque escasez de lluvia				0,0501***
				(0,012)
Choque exceso de lluvia				-0,020
				(0,015)
R2	0,687	0,815	0,529	0,813
Observaciones	5614	5614	1188	1188
Países	45	45	10	10
Periodo	2012- 2022	2012- 2022	2012- 2022	2012- 2022
Tasa de cambio		X		X
Exportación e importación de alimentos		X		X
Aranceles		X		X
Insumos Rusia y Ucrania		X		X

Errores robustos en paréntesis * p<0,10; ** p<0,05; *** p<0,01.

Nota: los países del grupo de control en las columnas (1) y (2) son Argentina, Austria, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, Chile, Costa Rica, República Checa, Dinamarca, Ecuador, El Salvador, Estonia, Finlandia, France, Alemania, Grecia, Guatemala, Honduras, Hungría, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Corea, Letonia, Lituania, Luxemburgo, México, Países Bajos, Nicaragua, Noruega, Panamá, Paraguay, Polonia, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia, España, Suecia, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos y Uruguay. Los países del grupo de control en las columnas (3) y (4) son Brasil, Chile, Costa Rica, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay y Uruguay.

Fuente: cálculos de los autores.

incremento en los precios de los alimentos en Colombia que persistió e incluso se aceleró hacia principios de 2022.

El Cuadro R1.1 presenta las estimaciones de un modelo de diferencias en diferencias que captura el promedio de los coeficientes $\hat{\beta}_j$ estimados desde mayo de 2021; es decir, el incremento promedio en la brecha de inflación entre Colombia y el grupo de control después del paro⁵. La columna (1) presenta los resultados de la estimación solamente con efectos fijos de país y de tiempo. La columna (2) incluye variables de control que capturan diferencias en la exposición a choques internacionales entre países, que podrían explicar diferencias en la evolución de los precios de los alimentos.

En particular, se incluyen las variaciones anuales en la tasa de cambio de cada país⁶, además de efectos fijos de tiempo que interactúan con medidas de: el peso de las exportaciones e importaciones de alimentos⁷, medidas de exposición a las importaciones de insumos desde Rusia y Ucrania, y una medida del grado de protección arancelaria a la industria alimenticia de cada país. Estas interacciones capturan la posibilidad de que los choques de precios internacionales afecten de manera diferencial a los países según su exposición a los mercados internacionales de alimentos e insumos. Los resultados muestran que el coeficiente estimado es similar en magnitud al coeficiente antes de incluir estos controles y sugieren que ni la tasa de cambio ni el efecto diferencial de choques internacionales, según el grado de exposición de cada país, explican la brecha que se observa en la inflación entre Colombia y el grupo de control a partir de mayo de 2021.

Las columnas (3) a (4) presentan los resultados cuando se limita el grupo de control a un conjunto de países de América Latina no dolarizados y con tasa de cambio flexible⁸. La columna (4) incluye, además como control, medidas de exceso y escasez de precipitación de lluvias en estos países⁹. De nuevo, se observa que el efecto estimado del paro es estable entre especificaciones. Según estos resultados, los excesos de lluvias, producto del reciente fenómeno de La Niña, no explican la brecha de inflación entre Colombia y los países de América Latina incluidos en el análisis. Si bien las lluvias han afectado parcialmente la producción agrícola en Colombia, el fenómeno de La Niña se manifiesta en otros países de la región con fuertes sequías, que también tienen efectos negativos sobre la producción de alimentos, por lo que este fenómeno no es suficiente

5 Este promedio se estima mediante un modelo de diferencias en diferencias $P_{it} = \mu_c + \gamma_i + \beta \bar{G}_c \times 1(t \leq K) + X_{it} \Gamma + \epsilon_{it}$, donde el coeficiente $\bar{\beta}$ captura la diferencia promedio de la inflación de alimentos entre Colombia y los países del grupo de control después de mayo de 2021 hasta julio de 2022.

6 Para tener en cuenta los efectos rezagados de la depreciación del tipo de cambio sobre la inflación, se incluye como control la devaluación anual de cada país en el periodo t y doce rezagos más ($t, t-1, \dots, t-12$).

7 Para construir esta medida se calcula el peso promedio de las importaciones y exportaciones de alimentos, y de las importaciones de insumos como proporción del PIB de cada país entre 2010 y 2019. Después, se generan variables dicótomas que indican si cada país presenta una proporción de la respectiva variable por encima de la mediana en la muestra.

8 Estos países son Brasil, Chile, Costa Rica, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay y Uruguay.

9 Estas medidas se calculan a partir de los mapas de precipitación mensual del programa Copernicus. Se utiliza la información desde 1979 para calcular choques de exceso y de escasez de lluvias en cada región subnacional. Se considera que en determinado mes hay un choque de exceso de lluvia si los niveles de precipitaciones hacen parte del percentil 80 de la distribución histórica para ese mes en la respectiva región. Análogamente, el choque de escasez corresponde a un nivel de precipitación que esté por debajo del percentil 20. En la regresión se incluye un acumulado de los choques por país entre el mes t y $t-6$.

para explicar el incremento en los precios de los alimentos en Colombia con respecto a otros países.

En ejercicios adicionales se incluyen como control medidas de las exportaciones de carne y ganado en pie y la tasa de desempleo, con resultados similares a los que se obtienen antes de incluir estas variables. Esto indica que ni la dinámica en las exportaciones de carne ni una reactivación más rápida de la demanda, dada una recuperación del empleo, explican las diferencias que se observan en la inflación entre Colombia y los países analizados.

En resumen, los resultados muestran que los bloqueos viales durante el paro nacional de 2021 están asociados con una brecha promedio de 9 pp entre la inflación de alimentos en Colombia y los países en los distintos grupos de control. Este incremento en la inflación de los alimentos a partir de mayo de 2021 podría explicar en promedio 1,7 pp de la inflación total que se ha observado en Colombia desde entonces¹⁰. Los coeficientes del estudio de eventos muestran un aumento en los precios de los alimentos en Colombia que ocurre de manera inmediata desde el inicio del paro y que persiste hasta el último dato disponible en julio de 2022. A continuación, se discuten algunos mecanismos mediante los cuales el paro pudo generar efectos persistentes sobre los precios de los alimentos.

2. Mecanismos: el efecto de los bloqueos viales sobre la producción de alimentos

Los bloqueos viales, que duraron aproximadamente dos meses, impidieron el acceso desde y hacia algunas ciudades y regiones productivas del país, en particular en el suroccidente. Esto afectó el abastecimiento de alimentos y generó un incremento inmediato en los precios. Además, golpeó los ingresos de los productores que no pudieron vender sus cosechas, ni acceder a los agroinsumos, restringiendo faenas de fertilización y control de malezas, con efectos persistentes sobre la producción. A continuación, se presentan dos ejemplos que ilustran estos efectos.

Huevo

El Gráfico R1.3 muestra un crecimiento anual promedio del 23% en el IPC del huevo desde mayo de 2021. Este incremento contrasta con la dinámica antes del paro y coincide con una desaceleración en la producción y el encasetamiento de pollitas en el país (Gráfico R1.4)¹¹. Hasta abril de 2021 la producción de huevo crecía a una tasa anual promedio del 12%. A partir de mayo de 2021 el crecimiento de la producción se desaceleró, cayendo a niveles promedio del -1%. De acuerdo con información proveniente del sector, los bloqueos viales impidieron el acceso a alimentos para las aves en las granjas avícolas del suroccidente, donde se concentra aproximadamente el 30% de la producción avícola del país. Esta reducción de alimentos afectó el desarrollo de las aves con efectos sobre la producción de huevo y aves ponedoras, los cuales tardarían dos años en disiparse. La recuperación de la producción se ha visto, además, afectada por la persistencia de los altos costos de los insumos. Esto se ve reflejado en un encasetamiento que aún no recupera los niveles anteriores a los bloqueos. Un fenómeno similar se presentó en el caso de la pro-

Gráfico R1.3
IPC del huevo
(variación anual)

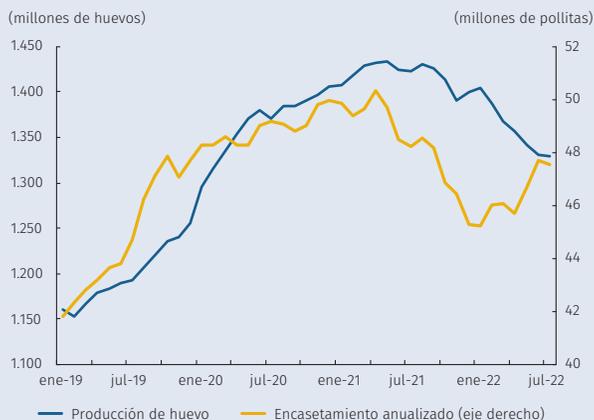


Fuente: DANE; cálculos propios.

10 Para este ejercicio se calcula una inflación de alimentos contrafactual para la cual se resta a la inflación de alimentos observada el diferencial que se calcula en el Gráfico R1.3. La inflación total se computa como la suma ponderada entre la inflación observada sin alimentos y la inflación de alimentos contrafactual. Para esta suma ponderada se hace uso de las ponderaciones del DANE para cada segmento en la modificación metodológica más reciente de 2018.

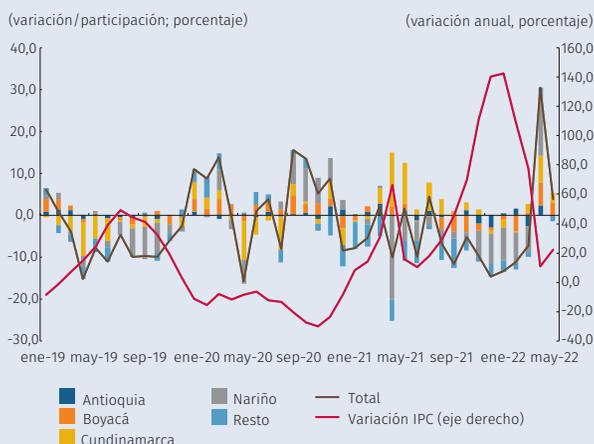
11 El encasetamiento anualizado corresponde a la suma de doce meses del encasetamiento de pollitas mensual.

Gráfico R1.4
Producción de huevo y encasamiento



Fuente: Fenavi; cálculos propios.

Gráfico R1.5
Abastecimiento de papa



Fuente: DANE-SIPSA; cálculos propios.

ducción de pollo y cerdo, con efectos menos persistentes dados los ciclos de producción más cortos, que de acuerdo con informantes del sector se dispararon durante el segundo semestre de 2021.

Papa

El Gráfico R1.5 muestra las variaciones anuales en los precios y en el abastecimiento de papa en el país. En mayo de 2021 se observa una caída del 10% en el abastecimiento total de papa, lo que se explica por una contracción en el abastecimiento proveniente de Nariño, donde los bloqueos impidieron el transporte de las cosechas hacia el resto del país¹². La caída en los ingresos de los productores en esta región, que además venían expuestos, como en el resto del país, a incrementos en los costos de sus insumos y, en algunas regiones, excesos de lluvias, deterioró sus condiciones financieras para las resiembras. Estas menores resiembras disminuyeron el abastecimiento del tubérculo, lo que generó un incremento en los precios durante los primeros meses de 2022.

Conclusiones

Los datos indican que el paro de mayo de 2021 coincidió con un aumento significativo de los precios de los alimentos en Colombia. Este fenómeno fue más fuerte que en otros países comparables y no se puede explicar con otros factores, como el exceso de lluvias, la depreciación de la tasa de cambio y algunas variables de comercio exterior. Aunque no es posible descartar del todo que otros factores específicos de la economía local expliquen parte de las diferencias entre Colombia y otros países, la afectación que los bloqueos viales generaron en los ciclos de producción de alimentos importantes de la canasta básica, como el huevo y la papa, indican que el paro podría ser un factor relevante para explicar dichas diferencias. Es posible que estas afectaciones hayan potenciado las presiones sobre la oferta de los aumentos en los precios de los insumos, y junto con el dinamismo en la demanda, desencadenar los incrementos de precios observados. Se espera que estas presiones generadas por el paro hayan comenzado a disiparse y la brecha de inflación de alimentos entre Colombia y otros países se estreche en los próximos meses, en la medida en la que las siembras y los ciclos de producción de los animales se estabilicen.

12 Véase: “¿Cuáles son las razones por las que la papa ha subido más de 110% en el último año?” (agronegocios.co)

Anexo 1

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

	Unidades	Oct-22	Dic-22	Oct-23	Dic-23	Oct-24
IPC total	Variación mensual (media)	0,62	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	0,54	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC total	Variación anual (media), fin de periodo	12,11 ^{c/}	11,90	7,38	6,93	4,70
IPC sin alimentos	Variación anual (media), fin de periodo	9,09 ^{c/}	9,43	6,80	6,34	4,32
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de periodo	4.600	4.445	4.347	4.300	4.200
Tasa de política	Porcentaje, fin de periodo	11,00	11,50	9,00	8,50	6,00

	Unidades	III-2022	IV-2022	2022	I-2023	II-2023	III-2023	IV-2023	2023	I-2024	II-2024	III-2024
PIB	Variación anual, serie original	6,6	3,8	7,6	2,5	1,5	1,4	1,5	1,8	2,4	2,6	n. d.
Desempleo	Trece ciudades, promedio del trimestre	10,7	10,6	n. d.	11,5	11,3	11,0	11,0	n. d.	11,3	11,2	n. d.
IBR (90 días)	Tasa efectiva anual, fin de periodo	n. a.	11,5	n. d.	11,4	10,6	9,5	8,5	n. d.	7,5	6,6	6,0
DTF	Tasa efectiva anual, fin de periodo	n. a.	11,6	n. d.	11,6	11,1	10,1	9,2	n. d.	8,4	7,0	6,1
Deficit fiscal (GNC) ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	5,6	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	4,4	n. d.	n. d.	n. d.
Deficit en cuenta corriente ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	5,3	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	4,6	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 2022).

Anexo 2

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años										
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
VARIABLES EXÓGENAS												
Externas ^{1/}												
PIB Socios comerciales ^{2/}	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	2,7	2,1	1,6	2,7	2,5	1,4	-6,5	7,1	2,5	1,4	2,2
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	99	54	45	55	72	64	43	71	101	94	85
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período	0,09	0,13	0,39	1,00	1,83	2,16	0,36	0,08	1,70	4,60	4,31
Credit Default Swap a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	101	184	212	129	114	99	141	142	267	300	273
Internas												
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período	1,4	1,5	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5	2,0	2,2	2,2
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual	3,9	3,3	2,7	2,4	2,3	2,5	0,1	4,2	4,2	2,6	2,7
VARIABLES ENÓGENAS												
Precios												
IPC total	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,66	6,77	5,75	4,09	3,18	3,80	1,61	5,62	11,29	7,09	3,51
IPC sin alimentos ^{3/}	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	3,44	.	.	.
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del período	1,75	7,27	5,91	3,24	1,40	2,18	0,63	3,31	.	.	.
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,34	4,64	5,26	5,38	3,13	3,45	1,29	2,18	.	.	.
IPC regulados	Porcentaje, var. anual, fin del período	4,89	4,43	5,63	6,26	6,65	4,81	0,73	7,10	9,26	12,57	5,12
IPC alimentos ^{4/}	Porcentaje, var. anual, fin del período	5,24	13,08	6,65	0,48	1,87	5,80	4,80	17,23	23,25	3,74	0,52
IPC perecederos	Porcentaje, var. anual, fin del período	16,74	26,03	-6,63	5,84	8,88	8,66	2,49	24,42	.	.	.
IPC procesados	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,54	9,62	10,74	-0,91	-0,08	5,04	5,43	15,32	.	.	.
Indicadores de inflación básica ^{5/}												
IPC sin alimentos	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	3,44	.	.	.
Índice 15	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,19	5,59	5,98	4,21	3,22	3,78	1,88	4,42	.	.	.
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,82	5,50	5,48	4,67	2,57	3,10	1,11	2,49	8,61	6,77	3,78
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,10	5,44	5,66	4,64	3,10	3,44	1,34	3,45	.	.	.
TRM	Pesos por dólar, promedio del período	2,001	2,746	3,053	2,951	2,957	3,282	3,691	3,747	.	.	.
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período	-0,3	9,5	2,5	-1,8	-0,8	3,6	6,1	2,6	5,7	1,4	-0,9
Actividad económica												
Producto interno bruto (daec)	Porcentaje, var. anual, daec	4,5	3,0	2,1	1,4	2,6	3,2	-7,0	10,7	7,9	0,5	1,3
Gasto de consumo final	Porcentaje, var. anual, daec	4,3	3,4	1,6	2,3	4,0	4,3	-4,2	13,9	.	.	.
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, var. anual, daec	4,2	3,1	1,6	2,1	3,2	4,1	-5,0	14,8	.	.	.
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, var. anual, daec	4,7	4,9	1,8	3,6	7,4	5,3	-0,6	10,3	.	.	.
Formación bruta de capital	Porcentaje, var. anual, daec	12,0	-1,2	-0,2	-3,2	1,5	3,0	-20,5	12,2	.	.	.
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec	9,2	2,8	-2,9	1,9	1,0	2,2	-23,3	11,2	.	.	.
Vivienda	Porcentaje, var. anual, daec	10,4	9,5	-0,2	-1,9	-0,4	-8,9	-30,3	22,6	.	.	.
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, var. anual, daec	9,6	10,2	0,0	4,6	-3,5	1,1	-30,9	-3,0	.	.	.
Maquinaria y equipo	Porcentaje, var. anual, daec	9,2	-9,3	-7,9	1,4	8,6	12,3	-13,4	19,1	.	.	.
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, var. anual, daec	-1,3	2,3	13,1	0,3	-3,1	7,9	-1,8	3,7	.	.	.
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, var. anual, daec	5,1	1,3	-12,0	1,2	1,5	-0,7	-10,8	10,3	.	.	.
Demanda interna	Porcentaje, var. anual, daec	6,0	2,4	1,2	1,1	3,5	4,0	-7,5	13,6	.	.	.
Exportaciones	Porcentaje, var. anual, daec	-0,3	1,7	-0,2	2,6	0,6	3,1	-22,7	14,8	.	.	.
Importaciones	Porcentaje, var. anual, daec	7,8	-1,1	-3,5	1,0	5,8	7,3	-20,5	28,7	.	.	.
Brecha del producto ^{6/}	Porcentaje	1,3	1,0	0,4	-0,6	-0,4	0,3	-7,1	-1,2	2,3	0,2	-1,1
Indicadores coyunturales												
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	1,7	2,1	3,5	0,0	2,9	1,3	-8,1	16,1	.	.	.
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	8,4	6,4	2,0	-0,2	5,4	8,1	-1,7	11,9	.	.	.
Producción de café	Porcentaje, var. anual producción acumulada del período	11,5	16,8	0,4	-0,3	-4,5	8,8	-5,8	-9,5	.	.	.
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, promedio del período	-1,9	1,6	-11,7	-3,7	1,4	2,4	-11,8	-5,8	.	.	.
Mercado laboral ^{7/}												
Total nacional												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	9,4	9,2	9,5	9,7	10,0	10,9	16,5	13,8	11,1	11,0	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	61,1	61,3	60,5	60,0	59,1	57,7	50,4	53,1	.	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	67,4	67,5	66,9	66,4	65,7	64,8	60,4	61,5	.	.	.
Trece ciudades y áreas metropolitanas												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	10,2	10,1	10,3	11,0	11,1	11,5	18,9	15,2	11,5	11,7	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	62,8	62,6	61,7	60,5	59,6	58,8	50,8	53,8	.	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	69,9	69,6	68,8	67,9	67,1	66,4	62,7	63,5	.	.	.
BALANZA DE PAGOS ^{8/1/}												
Cuenta corriente (A + B + C)												
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-19,819	-18,702	-12,587	-9,924	-14,041	-14,808	-9,347	-17,621	-20,516	-14,105	.
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-5,2	-6,4	-4,5	-3,2	-4,2	-4,6	-3,5	-5,6	-6,0	-3,9	.
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-12,108	-5,450	-5,312	-8,046	-11,442	-9,717	-5,046	-8,349	-16,829	-16,020	.
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	4,622	5,752	6,177	6,883	7,957	9,055	8,788	10,775	11,877	10,624	.
Cuenta financiera (A + B + C + D)												
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-19,292	-18,060	-12,339	-9,625	-12,954	-13,298	-8,161	-16,558	.	.	.
A. Inversión extranjera (ii - i)	Millones de dólares	-5,1	-6,2	-4,4	-3,1	-3,9	-4,1	-3,0	-5,3	.	.	.
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	-12,270	-7,403	-9,341	-10,011	-6,172	-10,836	-5,773	-6,546	.	.	.
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	16,169	11,621	13,858	13,701	11,299	13,989	7,459	9,727	.	.	.
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	3,899	4,218	4,517	3,690	5,126	3,153	1,686	3,181	.	.	.
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-11,565	-9,091	-4,945	-1,800	862	24	-1,768	-4,621	.	.	.
D. Activos de reserva	Millones de dólares	106	-1,981	1,781	1,641	-8,831	-5,820	-4,949	-6,044	.	.	.
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	4,437	415	165	545	1,187	3,333	4,328	654	.	.	.
Tasas de interés												
Tasa de interés de política ^{1/}	Porcentaje, promedio del período	3,88	4,67	7,10	6,10	4,35	4,25	2,87	1,91	.	.	.
Tasa de interés de política esperada por analistas ^{2/}	Porcentaje, promedio del período	.	.	.	.	.	.	.	.	7,14	10,46	.
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período	3,8	4,7	7,1	6,1	4,3	4,3	2,9	1,9	.	.	.
Tasa de interés comercial ^{3/}	Porcentaje, promedio del período	8,7	9,4	12,8	11,1	9,3	8,8	7,4	6,2	.	.	.
Tasa de interés de consumo ^{4/}	Porcentaje, promedio del período	17,3	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5	15,0	14,3	.	.	.
Tasa de interés hipotecaria ^{5/}	Porcentaje, promedio del período	11,1	11,0	12,4	11,6	10,6	10,4	10,1	9,1	.	.	.

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.

c) Cálculos del Banco de la República; 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; 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. 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 2020 y 2021 son preliminares.

j) Corresponde a la tasa de interés de política monetaria promedio anual calculada con los días hábiles de la serie.

k) Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa de interés que estaría vigente en cada año de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en octubre de 2022.

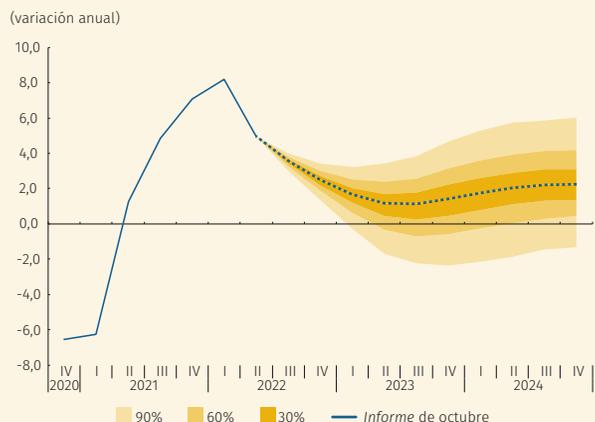
l) Promedio ponderado por monto de las tasas de interés de los créditos ordinarios, de tesorería y preferenciales.

m) No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.

n) Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIV.

Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

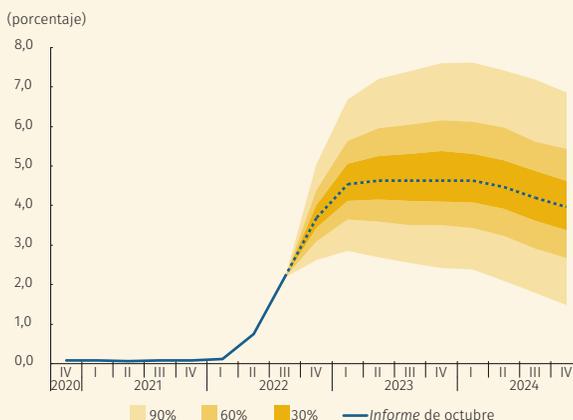
Gráfico A3.1
Supuesto trimestral del crecimiento 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales, densidad predictiva^{a/}



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 9 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.

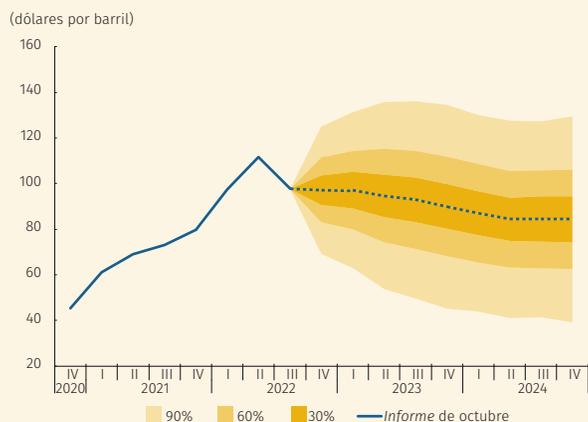
Gráfico A3.3
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, densidad predictiva^{a/}



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 9 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.

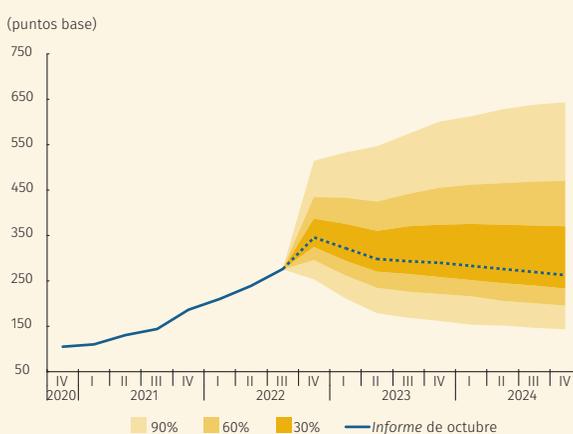
Gráfico A3.2
Supuesto trimestral del precio del petróleo, densidad predictiva^{a/}



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 9 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), densidad predictiva^{a/,b/}



a/ Corresponde al *Credit default swap* a cinco años.

b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 9 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 el 4GM.

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

