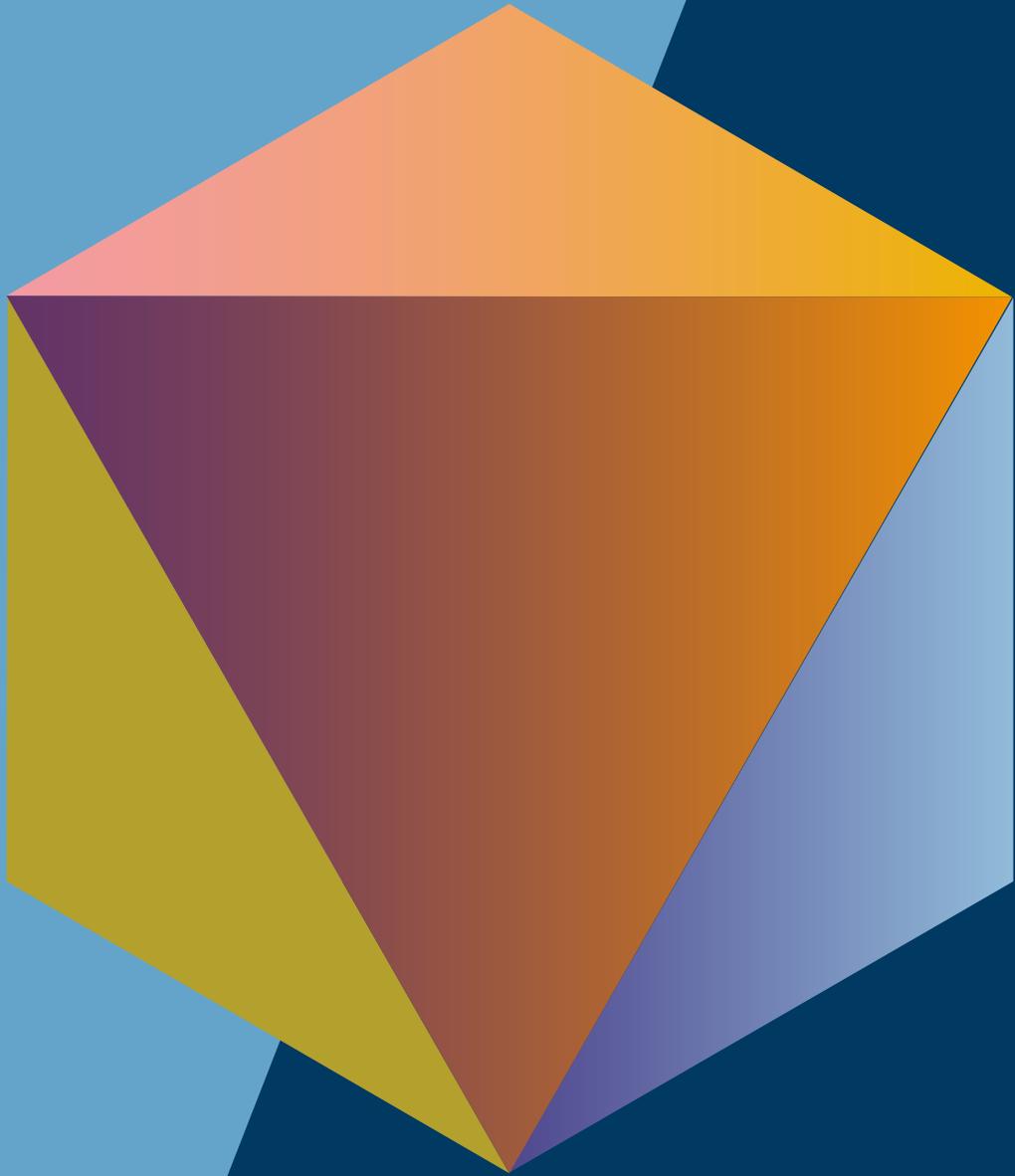

INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

ISSN - 2711 - 1164



04/
2023



Abril de 2023

INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 28 de abril de 2023.

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

ISSN - 2711 - 1164



Gerencia Técnica

Hernando Vargas Herrera
Gerente

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica (*)

Juan José Ospina Tejeiro
Subgerente

Departamento de Programación e Inflación

Carlos Huertas Campos
Director

Sección de Inflación

Adolfo León Cobo Serna
Jefe

Édgar Caicedo García
Juan Pablo Cote Barón
Nicolás Martínez Cortés
Franky Galeano Ramírez
Karen Pulido Mahecha
Sergio Restrepo Ángel

Sección de Programación Macroeconómica

Aarón Garavito Acosta
Jefe

Luis Hernán Calderón López
Johanna Barbosa Buitrago
Viviana Alfonso Corredor
Marlon Salazar Silva
Darío Perdomo Sanchez

Sección de Gestión del Proceso de Pronóstico

Celina Gaitán Maldonado
Jefe

Andrea Salazar Díaz
Nicol Rodríguez Rodríguez
Tatiana Mora Arbeláez

Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann Salcedo
Director

Sección de Pronóstico

Julián Pérez Amaya
Jefe

Jose Vicente Romero Chamorro
Sebastián García Andrade
Marcela De Castro Valderrama
Sara Naranjo Saldarriaga
Juan Andrés Rincón Galvis
Jonathan Muñoz Martínez

Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

Alexander Guarín López
Jefe

Juan Camilo Méndez Vizcaíno
Santiago Forero Alvarado
Anderson Grajales Olarte

(*) En la elaboración de este Informe también colaboraron José David Pulido, 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; Jesús Bejarano, director del Departamento de Análisis Macroeconómico Aplicado; Steven Zapata, David López y Manuela Quintero, profesionales del Grupo de Análisis Fiscal y Sectorial; Camilo González, asesor de la Subgerencia Financiera; Juan David Bonilla Pérez, María Corina Hernández Linares, Federico Meneses Serrato, Joseph Yesid Palomino Velandia, Valeria Ramírez Sánchez, Juan Sebastian Mayorga Guayacán, Nicolle Valentina Herrera Pinto 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 **12**

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 **28**

3. Situación económica actual **31**
 - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios **31**
 - 3.2 Crecimiento y demanda interna **33**
 - 3.3 Mercado laboral **35**
 - 3.4 Mercado financiero y monetario **37**

Recuadro 1: Evolución reciente y perspectivas del mercado de vivienda en Colombia **40**

Recuadro 2: Evaluación del error de pronóstico macroeconómico en 2022 **45**

Anexo 1 Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros **48**

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 **10**

Gráfico 1.3 Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **10**

Gráfico 1.4 Brecha del producto **11**

Gráfico 1.5 Tasa de política, TIB e IBR **12**

Gráfico 2.1 PIB real de los socios comerciales **13**

Gráfico 2.2 Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país **13**

Gráfico 2.3 Crecimiento económico mundial **14**

Gráfico 2.4 Tasa de interés de política monetaria en algunos de los principales socios comerciales del país **14**

Gráfico 2.5 Supuesto trimestral del precio del petróleo **15**

Gráfico 2.6 Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro **16**

Gráfico 2.7 Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos **16**

Gráfico 2.8 Depósitos bancarios en los Estados Unidos y condiciones financieras en economías avanzadas **17**

Gráfico 2.9 Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) **18**

Gráfico 2.10 Comportamiento de la prima de riesgo y de la tasa de cambio nominal para algunos países de América Latina **18**

Gráfico 2.11 Brecha inflacionaria del TCR trimestral **19**

Gráfico 2.12 Índice de precios al consumidor **19**

Gráfico 2.13 IPC sin alimentos ni regulados **20**

Gráfico 2.14 IPC alimentos **21**

Gráfico 2.15 IPC regulados **21**

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

Gráfico 2.17 ISE total y por sectores de actividad **22**

Gráfico 2.18 PIB trimestral **23**

Gráfico 2.19 Exportaciones totales de bienes (FOB) **23**

Gráfico 2.20 Importaciones totales de bienes (CIF) **24**

Gráfico 2.21 Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **24**

Gráfico 2.22 Niveles del PIB **25**

Gráfico 2.23 Brecha del producto **25**

Gráfico 2.24 Cuenta corriente anual **26**

Gráfico 2.25 Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas **27**

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

Gráfico 2.27 IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva **29**

Gráfico 2.28 Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva **30**

Gráfico 2.29 Brecha del producto, densidad predictiva **30**

Gráfico 3.1 IPC e indicadores de inflación básica **31**

Gráfico 3.2 IPP por procedencia **31**

Gráfico 3.3 IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados **31**

Gráfico 3.4 IPC de servicios, sin alimentos ni regulados y sus componentes **32**

Gráfico 3.5 IPC de regulados y sus componentes **32**

Gráfico 3.6 IPC de alimentos y sus componentes **33**

Gráfico 3.7 Producto interno bruto **33**

Gráfico 3.8 Contribuciones a la variación anual del PIB trimestral **33**

Gráfico 3.9 Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General **34**

Gráfico 3.10 Formación bruta de capital fijo trimestral **34**

Gráfico 3.11 Exportaciones, importaciones y balanza comercial **35**
Gráfico 3.12 Niveles sectoriales de valor agregado del cuarto trimestre de 2022 relativos al cuarto trimestre de 2019 **35**
Gráfico 3.13 Población ocupada por dominios geográficos **35**
Gráfico 3.14 Empleo por posición ocupacional: agregado nacional **36**
Gráfico 3.15 Tasa de desempleo por dominios geográficos **36**
Gráfico 3.16 Curva de Beveridge para las siete ciudades principales **37**
Gráfico 3.17 Cartera bruta en moneda nacional **38**
Gráfico 3.18 Tasas reales de interés del crédito **38**
Gráfico 3.19 Indicador de mora **39**

Índice de cuadros

Cuadro 2.1 Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales **15**

Cuadro 3.1 Tasas de interés promedio mensual **37**

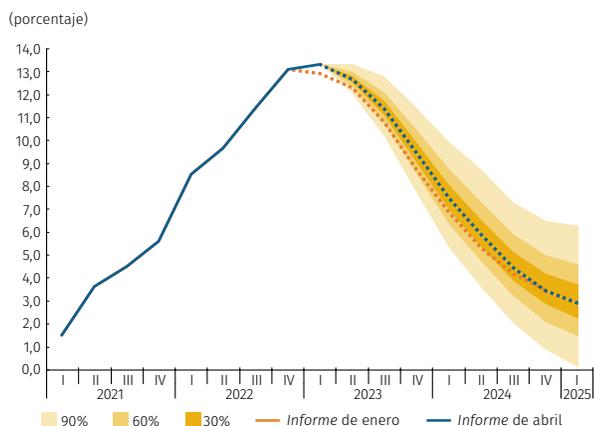
1. Resumen

1.1 Resumen macroeconómico

El actual contexto macroeconómico requiere de una postura contractiva de la política monetaria para llevar la inflación a la meta y contribuir a ajustar la demanda agregada a niveles compatibles con la capacidad productiva de la economía y con una posición externa sostenible. El crecimiento económico observado a finales de 2022, junto con los indicadores de actividad económica para comienzos de este año, sugieren que la economía se habría continuado desacelerando, debido a una menor dinámica de la demanda interna. No obstante, los excesos de demanda estimados siguen siendo importantes, reflejados en un nivel del producto que supera la capacidad productiva sostenible de la economía y en un elevado déficit de la cuenta corriente. Con respecto a la inflación, en el primer trimestre continuaron diluyéndose los choques de oferta externos e internos que habían presionado al alza los precios y los costos de producción. A pesar de esto, la inflación no descendió como se esperaba en el *Informe* de enero, debido a una desaceleración anual menos acentuada en los precios de los alimentos, por aumentos más altos en el grupo de regulados, por la indexación al salario mínimo y a la alta inflación de 2022, y por mayores presiones cambiarias acumuladas sobre los precios. Recientemente estas presiones cambiarias se han moderado, en parte, por las menores expectativas de aumentos de la tasa de interés en los Estados Unidos. El pronóstico de inflación para 2023 del equipo técnico aumentó, en especial por el comportamiento esperado de los precios de los combustibles, y se alejó aun más de la meta. Las expectativas de inflación para fin de año se incrementaron, a más de dos años se moderaron, pero todas siguen por encima del 3%. Este contexto macroeconómico, de excesos de demanda e inflación elevada con pronósticos y expectativas superiores a la meta, requiere de una postura contractiva de la política monetaria que propenda por el cumplimiento de la meta de inflación en el horizonte de pronóstico, y por alcanzar niveles sostenibles del producto.

Las medidas acumuladas de política monetaria y la disolución observada de algunos choques que han presionado al alza los precios contribuirán a que la inflación empiece a reducirse a partir del segundo trimestre, y se sitúe cerca de la meta en 2024 (Gráfico 1.1). Durante el primer trimestre continuó la disolución de los choques de oferta y de costos externos e internos que habían afectado la economía, hecho que se reflejó en una desaceleración anual de los precios de los alimentos y del índice de precios al productor (IPP). A pesar de esto, la inflación no se redujo como se esperaba en el *Informe* de enero, y se incrementó del 13,1% en diciembre al 13,3% en marzo, debido a una desaceleración menos acentuada en los precios de los alimentos perecederos, a incrementos más altos en los precios de los combustibles y servicios públicos, y por las mayores presiones cambiarias acumuladas sobre los precios. Para 2023 el nuevo sendero de pronóstico de la infla-

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

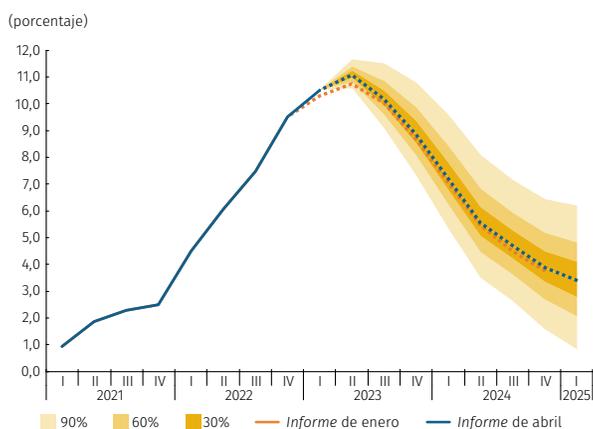


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

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

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)

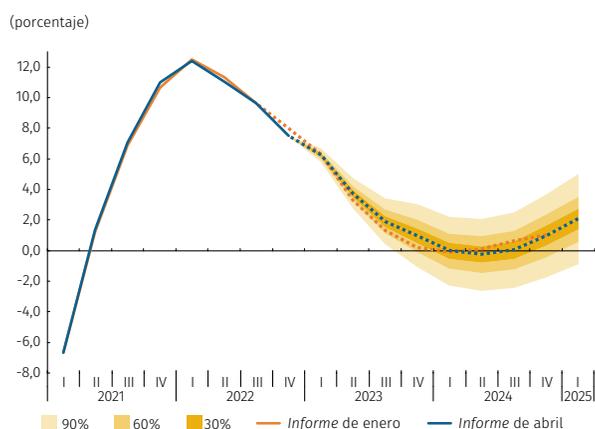


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

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

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

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 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.

c/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de abril.

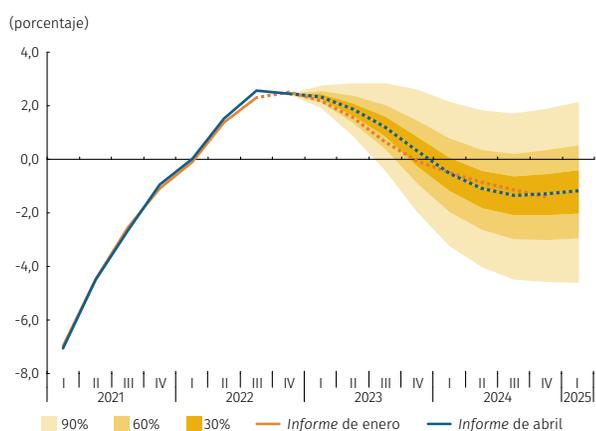
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

ción también se incrementó, en particular por el mayor precio esperado de los combustibles. No obstante, la inflación descendería desde el segundo trimestre, debido a aumentos cada vez más pequeños en los precios de los alimentos. Las menores presiones cambiarias esperadas y unos costos y precios internacionales que se seguirían moderando contribuirían a la desaceleración anual del índice de precios al consumidor (IPC) de bienes. A esto se suman condiciones financieras internas y externas más apretadas, las cuales contribuirían a reducir los excesos de demanda en el horizonte de pronóstico y a bajar la inflación. Con todo esto, al final de 2023 la inflación total y la básica sin alimentos ni regulados (SAR) se situarían alrededor del 9,5% y 8,9%, respectivamente, y a diciembre de 2024 se alcanzarían valores cercanos al 3,4% y 3,9% (gráficos 1.1 y 1.2). Estos pronósticos tienen una incertidumbre elevada, relacionada especialmente con: el comportamiento futuro de las condiciones financieras internacionales, 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.

En 2023 la actividad económica continuaría desacelerándose, convergiendo a niveles más compatibles con la capacidad productiva de la economía (Gráfico 1.3). Esto contribuiría a reducir las presiones de demanda sobre los precios.

A finales de 2022 la actividad económica continuó con su desaceleración anual y el producto interno bruto (PIB) registró un crecimiento anual del 2,9% en el cuarto trimestre, cifra menor que la estimada en el Informe de enero (4,1%), pero que en niveles coincidió con la estimación inicial debido a las revisiones en las cifras históricas. Para el primer trimestre de 2023 las nuevas cifras de actividad económica sugieren que el crecimiento económico anual habría sido similar al del trimestre anterior (3,0%), con unos valores reales de la demanda interna similares a los registrados al final de 2022. El consumo privado habría mantenido sus niveles, con una caída trimestral del gasto en bienes durables y semidurables, la cual sería compensada por la dinámica del consumo de servicios. Los mayores gastos generales y de personal producirían un aumento en el nivel del consumo público. La caída observada y estimada en las importaciones de maquinaria y equipo superarían la mejor dinámica esperada en la inversión de vivienda y, con esto, la formación bruta de capital fijo registraría un descenso en su nivel. El déficit comercial se habría reducido debido a una caída de las importaciones frente al aumento esperado de las exportaciones. En lo que resta del año, el consumo se reduciría desde los elevados niveles actuales, en parte como consecuencia de unas condiciones financieras apretadas. Esto último, sumado a la incertidumbre local, también afectaría la inversión, la cual se situaría nuevamente en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. En términos reales, el déficit comercial se reduciría debido a una menor dinámica proyectada de la demanda interna. Cabe mencionar que la revisión a la baja del nivel del PIB de 2022, una desaceleración más gradual a comienzos de 2023, y la expectativa de una desaceleración menos rápida de la economía implicaron un ajuste al alza en el pronóstico del producto para todo el año.

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 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

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

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

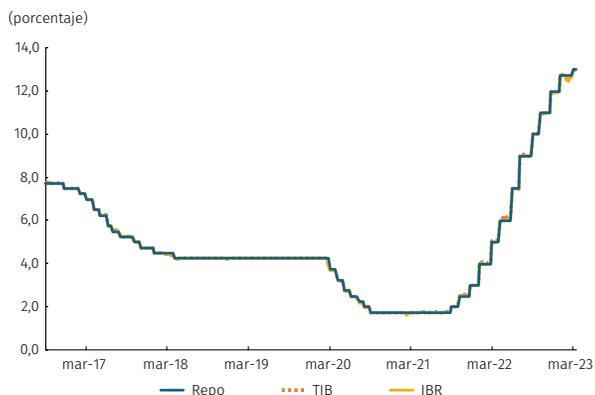
Con todo esto, el crecimiento económico tanto para 2023 como para 2024 sería del 1,0% (Gráfico 1.3). Los excesos de demanda (medidos a través de la brecha del producto) se diluirían hacia finales de 2023 y podrían tornarse negativos en 2024 (Gráfico 1.4). Estas estimaciones continúan sujetas a un alto grado de incertidumbre, asociado con las tensiones políticas globales, el aumento de las tasas de interés internacionales y sus efectos sobre la demanda externa, y los cambios en las condiciones de financiamiento externo del país. En el contexto interno, la incertidumbre sobre los efectos económicos y fiscales de las reformas anunciadas para este año (pensional, salud, laboral), y sobre las medidas futuras en materia de producción de hidrocarburos puede afectar las primas de riesgo, la tasa de cambio, la inversión y la actividad económica del país.

En 2023 el déficit en la cuenta corriente se reduciría como reflejo, principalmente, de una menor demanda interna. En 2022 el alto desbalance externo alcanzado (6,2% del PIB) se explicó, primordialmente, por el crecimiento de la demanda interna y por las remesas de utilidades de las empresas extranjeras. Para 2023 el ajuste de la demanda interna se vería reflejado en un menor déficit en la cuenta corriente, que se reduciría al 4,1%, principalmente gracias a menores importaciones y a una reducción de las utilidades remitidas al exterior por las empresas con inversión extranjera directa (IED). A pesar de esta significativa corrección esperada del desbalance externo, su nivel como porcentaje del PIB se mantendría elevado y persistiría la vulnerabilidad de la economía colombiana ante deterioros significativos del contexto externo.

A pesar de las mejoras recientes en los indicadores de riesgo, las condiciones financieras externas continuarían apretadas.

En los Estados Unidos y en la Unión Europea los bancos centrales volvieron a incrementar sus tasas de interés de política para enfrentar los altos niveles de inflación. Esto, en un contexto en el que los riesgos sobre la estabilidad del sistema financiero en los Estados Unidos y en Europa podrían limitar los aumentos en las tasas de política monetaria de estas economías, a pesar de que la inflación observada y proyectada todavía supera sus metas. La nueva información disponible sugiere que la Reserva Federal (Fed) realizaría un incremento adicional en su tasa de interés y que la mantendría entre el 5% y 5,25% en lo que resta del año. En este entorno de mayor probabilidad de una pronta finalización en los ajustes al alza en la tasa de interés de la Fed, las primas de riesgo se han reducido y el dólar se ha depreciado. Los precios del petróleo Brent, que habían descendido en marzo, volvieron a superar los USD80 por barril recientemente y se espera que mantengan niveles similares en lo que resta de 2023. El mayor costo de financiamiento global, la pérdida de ingreso real por los altos niveles de inflación mundial y la persistencia de la guerra en Ucrania, entre otros factores, seguirían impactando la economía mundial y sugieren una desaceleración de la demanda externa relevante para el país. La incertidumbre sobre los pronósticos externos y sobre su impacto en el país se mantiene elevada, dada la imprevisible evolución de la guerra en Ucrania, de las tensiones geopolíticas, y de las condiciones financieras externas, entre otros.

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



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

1.2 Decisión de política monetaria

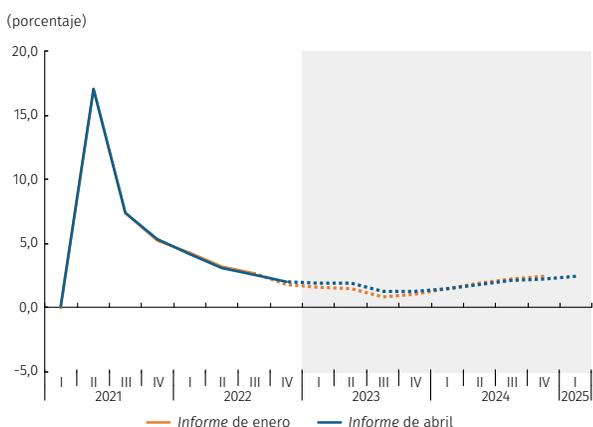
En sus reuniones de marzo y abril de 2023, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió continuar con el proceso de ajuste de la política monetaria. En marzo, de forma unánime incrementó la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos (pb) y en abril decidió por mayoría aumentarla 25 pb adicionales, llevándola al 13,25% (Gráfico 1.5).

2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos

2.1 Contexto externo

2.1.1 Demanda externa

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

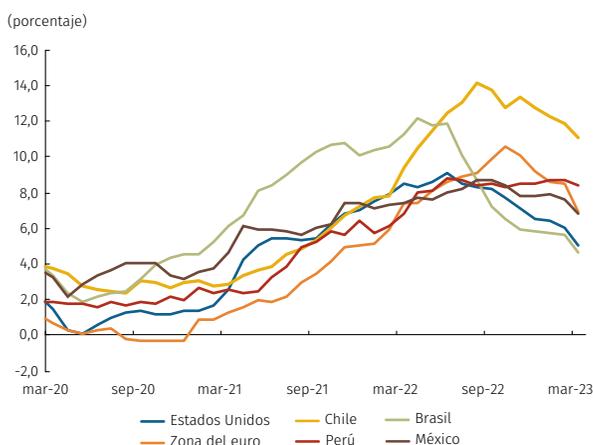


Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadísticas, bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

En este *Informe* se mantiene el supuesto de una **desaceleración de la demanda externa relevante para Colombia, aunque esta sería más gradual de lo estimado en el *Informe* anterior (Gráfico 2.1)**. La desaceleración se presentaría en medio de una alta incertidumbre y la persistencia de factores como la invasión de Rusia a Ucrania, las tensiones geopolíticas y comerciales, así como tasas de inflación superiores a las metas (Gráfico 2.2) y tasas de interés de política monetaria relativamente elevadas (Gráfico 2.4). A lo anterior se suma el reciente riesgo de inestabilidad financiera en los Estados Unidos y en algunos países de Europa. En este contexto, el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹ estima una desaceleración del crecimiento económico mundial al 2,8% en 2023, que luego repuntaría modestamente al 3,0% en 2024 (Gráfico 2.3). Para el caso del crecimiento promedio de los socios comerciales del país, en 2023 se supone una desaceleración al 1,6%. Esta cifra es superior al 1,2% del *Informe* de enero, debido, en parte, a los resultados observados en materia de actividad económica durante el primer trimestre del año en los Estados Unidos y en algunos países de la región. A esto se añade el mejor comportamiento de las economías de la zona del euro frente a la crisis energética y el fuerte repunte del crecimiento en China tras la eliminación de las restricciones asociadas con el Covid-19. Para 2024 la demanda externa relevante para Colombia presentaría una expansión del 1,9% (Cuadro 2.1), inferior al 2,0% del *Informe* anterior, teniendo en cuenta que la reducción de la inflación podría ser más lenta de lo esperado meses atrás y

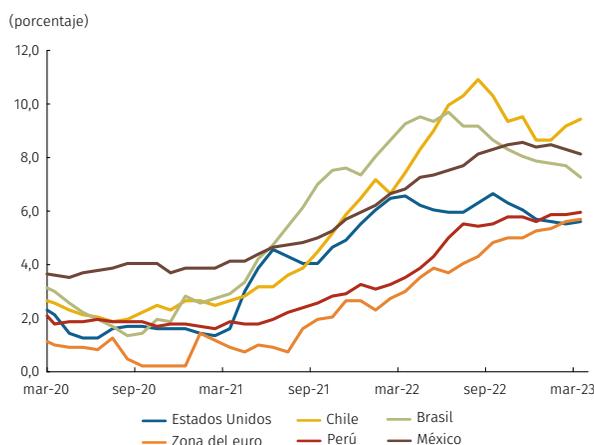
Gráfico 2.2
Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país

A. Inflación total



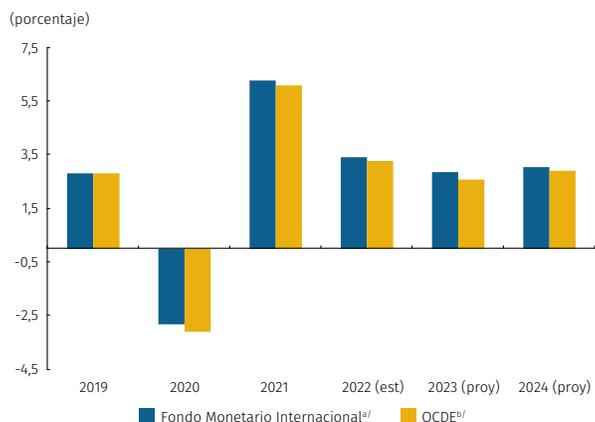
Fuente: Bloomberg.

B. Inflación básica



1 International Monetary Fund. 2023. World Economic Outlook: A Rocky Recovery. Washington, DC. April.

Gráfico 2.3
Crecimiento económico mundial



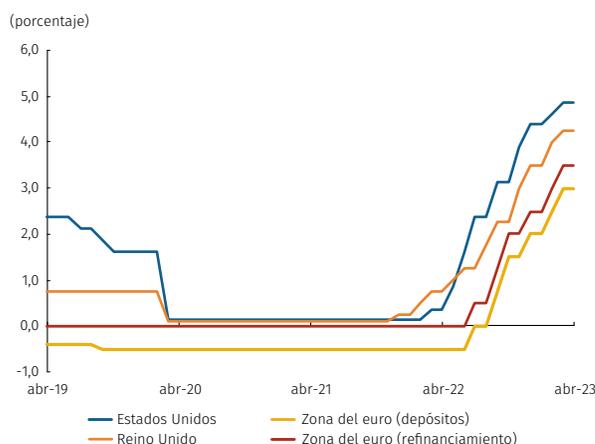
(est): estimado, (proy): proyectado.
 a/ Corresponde a las proyecciones hechas por el FMI en su reporte de abril de 2023.
 b/ Corresponde a las proyecciones hechas por la OCDE en su reporte de marzo de 2023.
 Fuentes: Fondo Monetario Internacional y OCDE.

que la política monetaria global podría permanecer restrictiva durante más tiempo.

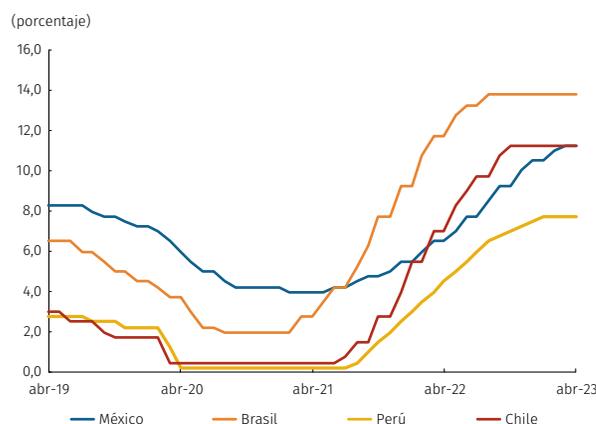
Para 2023 se espera una reducción del crecimiento económico en las principales economías avanzadas. China presentaría un aumento de su crecimiento, el cual favorecería la dinámica de la economía mundial. Para 2023 en los Estados Unidos se supone un crecimiento del PIB del 1,0%, cifra inferior al potencial de la economía y a la del año anterior (2,1%). Este supuesto incluye un pobre desempeño de la actividad económica en el segundo semestre del año, en un contexto de endurecimiento de su política monetaria (Gráfico 2.4, panel A), deterioro en la inversión y afectaciones de las condiciones financieras internas en medio de los recientes riesgos de estabilidad financiera. Por otro lado, en la zona del euro también se espera una fuerte desaceleración de la economía al 0,6% en 2023, en un entorno de ajustes adicionales en la política monetaria, retiro paulatino del apoyo fiscal y persistencia de los riesgos en el abastecimiento de gas natural. Por su parte, en el primer trimestre de 2023 la economía de China creció al 4,5% anual y se espera que se siga recuperando hasta alcanzar un 5,2% para todo 2023. Esta recuperación se explicaría por la flexibilización de las restricciones sanitarias y el estímulo gubernamental², y estaría limitada por un sector inmobiliario que continuaría debilitado, por el aumento de las tensiones geopolíticas con los Estados Unidos y por la desaceleración del crecimiento en las economías avanzadas³.

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

A. Economías avanzadas



B. América Latina



Nota: los datos de abril de 2023 son los observados el 24 de ese mes.
 Fuente: Bloomberg.

- En marzo de 2023, el Banco Popular de China (PBOC, por su sigla en inglés) redujo la tasa de requerimientos de reserva en 25 pb con el objetivo de estimular el consumo privado.
- Al cierre de este informe se conoció que, según cifras preliminares, en el primer trimestre de 2023 el PIB de los Estados Unidos presentó un crecimiento anual del 1,6%. Por su parte, la zona del euro habría crecido un 1,3% en términos anuales.

Para 2023 se espera un bajo crecimiento económico para los principales socios comerciales de la región⁴ (1,5%) (Cuadro 2.1). En 2023 la desaceleración de estas economías se daría en un entorno de condiciones financieras internas y externas apretadas, de menor crecimiento de los países avanzados frente al año anterior y de elevada incertidumbre global. En algunos de estos países, la incertidumbre política y social, así como el limitado espacio fiscal, seguirían impactando el desempeño de su actividad económica. No obstante, las perspectivas para el consumo privado han mejorado en algunos de estos países y se verían favorecidos por el mejor desempeño económico esperado para China.

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

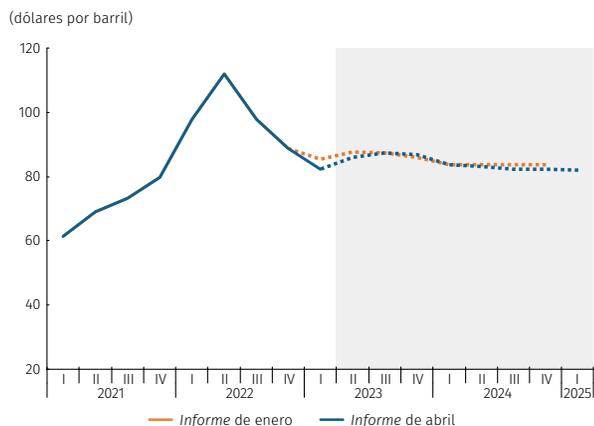
Principales socios	2021 (pr)	2022 (proy)	2023 (proy)	2024 (proy)
Estados Unidos	5,9	2,1	1,0	1,0
Zona del euro	5,3	3,5	0,6	1,3
China	8,4	3,0	5,2	5,0
Ecuador	4,2	2,9	2,4	2,3
Brasil	5,0	2,9	0,9	1,6
Perú	13,6	2,7	2,0	2,6
México	4,7	3,1	1,4	1,7
Chile	11,7	2,4	-0,7	2,1
Total socios comerciales^{a/}	7,1	3,0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

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

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

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

Gráfico 2.5
Supuesto trimestral del precio del petróleo



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

2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

Para 2023 y 2024 se espera una reducción en los precios del petróleo frente al promedio de 2022, aunque permanecerían relativamente elevados (Gráfico 2.5). En el primer trimestre de 2023 los precios del petróleo presentaron un aumento en su volatilidad y registraron un promedio cercano a los USD82 por barril (bl) para la referencia Brent. En particular, la fuerte reducción del precio registrada en marzo se dio en medio de las preocupaciones por la estabilidad financiera global. Para el horizonte de pronóstico, la reducción esperada en la cotización del crudo frente a 2022 se daría en un contexto de fuerte desaceleración de las economías avanzadas y de temores de recesión en los Estados Unidos. A esto se suma el tope al precio del petróleo de Rusia y el redireccionamiento de sus exportaciones, en especial, hacia el continente asiático, el aumento en la producción de petróleo en los países que no hacen parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), el mejor abastecimiento de gas en Europa y un dólar relativamente fuerte. No obstante, la cotización del petróleo se vería presionada al alza por la reactivación económica de China y el crecimiento sobresaliente en India y otros países de Asia, los mayores recortes a la extracción de crudo por parte de la OPEP+ y las expectativas de menor producción de petróleo en Rusia. Lo anterior explica el supuesto de un precio del petróleo relativamente elevado respecto a lo registrado antes de la pandemia, que lo ubica en promedio cerca de los USD86 por barril (bl) en 2023 y de los USD83 bl en 2024 para la referencia Brent. Esto implica alguna revisión a la baja frente a lo reportado en el *Informe* anterior (USD87 bl en 2023 y USD84 bl en 2024). En general, la incertidumbre sobre la evolución de este precio es elevada debido a los múltiples choques que afectan a este mercado. En este entorno, en 2023 los términos de intercambio del país para el comercio de bienes presentarían una reducción anual. Esto último estaría asociado con los menores precios de los principales productos exportados por el país (petróleo, carbón y café), lo que se compensaría parcialmente por la moderación de los precios en dólares de las importaciones, como resultado de la normalización en las cadenas globales de suministro (Gráfico 2.6) y las menores presiones de la demanda global.

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

Gráfico 2.6
Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro^{a/}

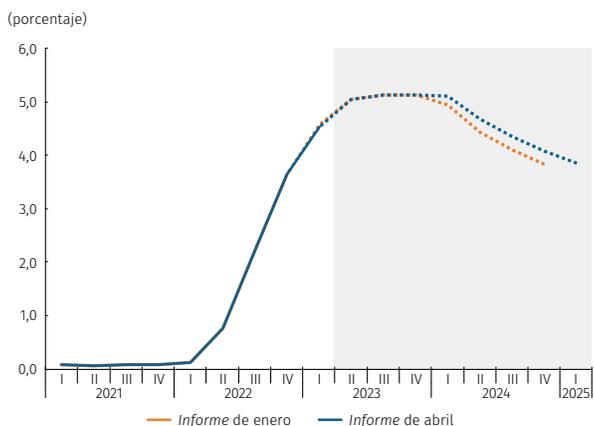


a/ Para su construcción los autores toman indicadores de costos de transporte internacional (Baltic Dry index, Harpex index, entre otros) y algunos de los componentes de la encuesta de condiciones empresariales (PMI, por su sigla en inglés) para la zona del euro, China, Japón, Corea del sur, Taiwán, el Reino Unido y los Estados Unidos.
Fuente: Gianluca Benigno, Julian di Giovanni, Jan J. J. Groen, and Adam I. Noble, "A New Barometer of Global Supply Chain Pressures" Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics.

En 2023 la inflación mundial se reduciría, aunque se mantendría por encima de la meta de la mayoría de los bancos centrales. Según el informe de abril del FMI, luego de alcanzar su pico en 2022 (8,7%), el promedio anual de la inflación total mundial caería a 7,0% y 4,9% en 2023 y 2024, respectivamente. La moderación de la inflación se está dando en un entorno de menores precios de las materias primas y normalización de las cadenas globales de suministro (Gráfico 2.6). No obstante, estos valores implican una revisión al alza frente al informe del FMI de enero. Por su parte, en los Estados Unidos la inflación total anual continuó su moderación en marzo y se ubicó en 5,0% con respecto al 6,0% alcanzado en febrero (Gráfico 2.2). Sin embargo, la inflación básica anual aumentó en marzo y se ubicó en 5,6% luego del 5,5% del mes anterior⁵. Por otro lado, en la zona del euro la inflación total anual disminuyó en marzo, ubicándose en el 6,9% frente al 8,5% de febrero, mientras que la inflación básica anual aumentó a un máximo histórico del 5,7% frente al 5,6% registrado en el mes anterior (Gráfico 2.2). Por último, en estos países las expectativas del mercado sugieren que la inflación total continuaría moderándose, aunque se espera que permanezca por encima de su meta del 2,0% para finales de este año⁶.

2.1.3 Desarrollos financieros externos

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.

Para 2023 se mantuvo el supuesto de la tasa de interés de política monetaria en los Estados Unidos. Para 2024 se esperan reducciones y una tasa terminal entre el 3,75% y 4,0%, superior en 25 pb a la del Informe anterior (Gráfico 2.7). En febrero y marzo, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) aumentó la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos (pb) en cada reunión, situándola entre 4,75% y 5,0% al cierre del primer trimestre, acorde con lo esperado por el equipo técnico en el Informe de enero. Esto se produjo en el contexto de un mercado laboral apretado y del surgimiento de riesgos a la estabilidad financiera que habrían moderado las expectativas de aumentos en la tasa de interés de política. También de una inflación que, aunque ha disminuido, se mantiene elevada, con presiones al alza persistentes sobre su componente básico. Hacia adelante, se sigue esperando un aumento de 25 pb en la reunión de mayo, lo que ubicaría la tasa entre el 5,0% y 5,25% para el cierre de 2023. Este supuesto está alineado con las proyecciones del FOMC y con diferentes encuestas del mercado⁷. En contraste, los mercados de futuros han presentado alta volatilidad en medio de los eventos recientes asociados con el sistema bancario y su-

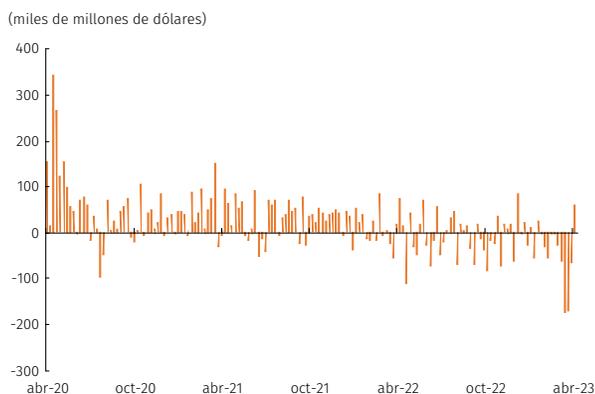
5 A la menor inflación total anual contribuyeron los menores precios de los combustibles registrados en marzo, mientras que los precios de los servicios siguieron presionando la inflación básica al alza.

6 En marzo las expectativas de inflación de los consumidores fueron del 4,7% y 2,8% para uno y tres años, cifras superiores a lo esperado en la encuesta de febrero (Reserva Federal de Nueva York). En la zona del euro la mediana de la inflación total armonizada sería del 3,2% y 2,2% para el último trimestre de 2023 y 2024, respectivamente (encuesta del Banco Central Europeo de marzo).

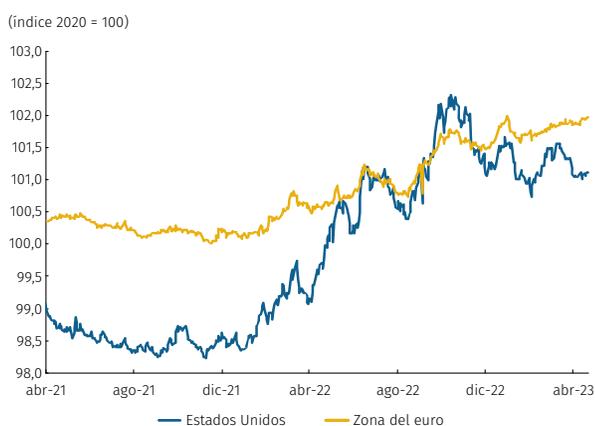
7 En las proyecciones de marzo del FOMC, la mediana de la tasa de interés de política para finales de 2023 y 2024 es del 5,1% y 4,3% (superior al 4,1% anterior), respectivamente.

Gráfico 2.8
Depósitos bancarios en los Estados Unidos y condiciones financieras en economías avanzadas

A. Cambio semanal en los depósitos bancarios



B. Condiciones financieras en las economías avanzadas



Nota: cifras hasta el 24 de abril de 2023.
Fuentes: Reserva Federal de San Luis y Bloomberg.

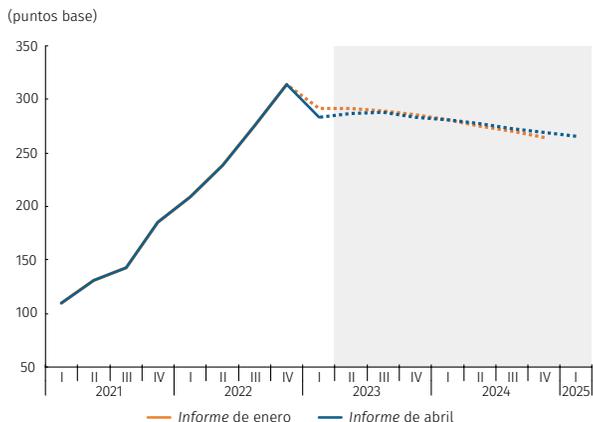
gieren menores tasas desde el último trimestre de 2023⁸. Para 2024 se suponen recortes que llevarían la tasa de interés a un rango entre el 3,75% y 4,0% en diciembre de ese año, lo que implica una revisión al alza de 25 pb frente al *Informe* anterior. Por otro lado, en su reunión de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) aumentó sus tasas de interés de referencia en 50 pb con el objetivo de controlar la inflación. Además, según las encuestas del mercado, se darían incrementos adicionales en los próximos meses⁹.

En marzo de 2023 las condiciones financieras internacionales se deterioraron respecto a lo registrado durante los dos primeros meses del año.

Luego de la quiebra en marzo de algunos bancos en los Estados Unidos y las dificultades financieras de bancos importantes en Europa hacia finales de ese mes, los mercados internacionales mostraron una fuerte aversión al riesgo y temor por la solidez del sistema bancario en las economías avanzadas. Igualmente, las principales bolsas del mundo registraron caídas mensuales importantes, especialmente en los índices accionarios de las empresas dedicadas a los servicios financieros. Además, los indicadores de volatilidad en los países avanzados (Vix, Vstox y Move) se incrementaron notoriamente frente a los valores de febrero y los depósitos en bancos estadounidenses se redujeron (Gráfico 2.8, panel A). Asimismo, la curva de rendimientos en los Estados Unidos continuó sugiriendo una posible recesión económica en la medida en que se mantuvo invertida, aunque su pendiente se redujo durante marzo. Con todo esto, las condiciones financieras internacionales se deterioraron en marzo (Gráfico 2.8, panel B). Sin embargo, tras la puesta en marcha de un nuevo programa de apoyo a la liquidez por parte de la Reserva Federal, así como el respaldo del Banco Nacional Suizo para la adquisición de Credit Suisse por parte de UBS, la turbulencia en el mercado bancario se redujo durante las últimas semanas. El efecto de los eventos financieros internacionales recientes sobre las condiciones financieras que enfrenta Colombia es incierto, toda vez que a corto plazo las primas de riesgo pueden aumentar. A mediano plazo, pueden reducirse si los bancos centrales de las economías avanzadas responden con un relajamiento de la política monetaria a condiciones crediticias locales desfavorables. En este contexto, los datos de la balanza cambiaria para Colombia indican salidas por inversión extranjera de portafolio por un valor de USD 661 millones (m) durante el primer trimestre de 2023. Esto contrasta con los ingresos por inversiones de portafolio reportados por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF por sus siglas en inglés) en las economías emergentes por valor de USD 96.900 m durante el mismo periodo. Estos flujos se dirigieron principalmente hacia los países asiáticos (USD 55.400 m) y América Latina (USD 29.000 m).

- 8 A comienzos de marzo había expectativas de que la Fed acelerara el ritmo de incremento de su tasa de referencia para controlar la inflación. Luego del surgimiento de riesgos de estabilidad financiera, el mercado de futuros comenzó a señalar reducciones de la tasa de interés de política en el presente año.
- 9 La mediana de la encuesta realizada por el BCE anticipa que la tasa de interés para las principales operaciones de refinanciamiento (MRO) pasaría del 3,5% en marzo de 2023 al 4,25% para finales del año.

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

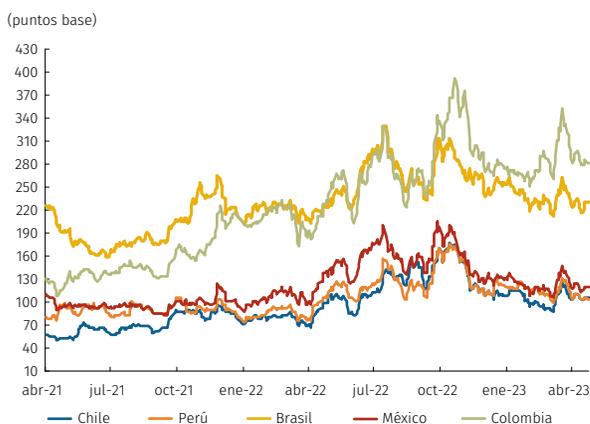


a/ Corresponde a los Credit Default Swap a cinco años.
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Al igual que en el Informe anterior, en el horizonte de pronóstico se supone una prima de riesgo para Colombia que se mantendría en un nivel superior a su promedio histórico y a lo observado antes de la pandemia (Gráfico 2.9). Debido a la alta volatilidad y a temores por la estabilidad financiera en las economías avanzadas, las primas de riesgo en varios países emergentes se incrementaron en marzo respecto a los valores registrados en los dos primeros meses del año (Gráfico 2.10, panel A). En el caso de Colombia, el promedio del Credit Default Swap (CDS) a cinco años pasó de 275 pb en febrero a 305 pb en marzo y alcanzó un máximo de 352 en ese mes. No obstante, a pesar de la alta volatilidad y los temores en los mercados internacionales, las tasas de cambio de los países de la región se mantuvieron relativamente estables en marzo. En lo corrido al 25 de abril, las primas de riesgo de los países emergentes se han moderado y las monedas de la región, en especial el peso colombiano, han mostrado una tendencia a la apreciación (Gráfico 2.10, panel B). Los niveles en los que se mantiene la prima de riesgo para Colombia son superiores a su promedio histórico. Esto se debe a factores externos de incertidumbre, entre los que se encuentran las preocupaciones por la posible contracción del crédito en los Estados Unidos y la estabilidad financiera global, la incertidumbre geopolítica, posibles alzas adicionales de tasas de interés en las economías avanzadas, entre otros. A esto se suman aspectos locales, como el relativamente alto nivel de la razón de deuda pública a PIB, 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 similar a la del Informe de enero, que en promedio alcanzaría los 285 pb en 2023. Para 2024 se espera una reducción, y registraría un promedio de 275 pb, acorde con la superación de los eventos adversos en los mercados financieros internacionales y la reducción esperada de los desbalances macroeconómicos del país.

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

A. Credit Default Swap a cinco años



B. Tasa de cambio nominal



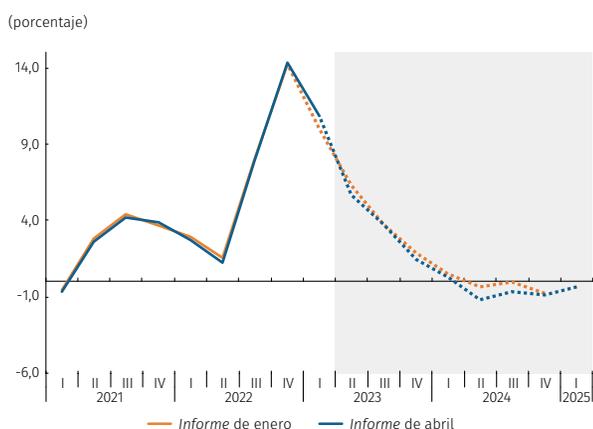
Nota: cifras hasta el 25 de abril de 2023.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

2.2 Proyecciones macroeconómicas¹⁰

2.2.1 Inflación

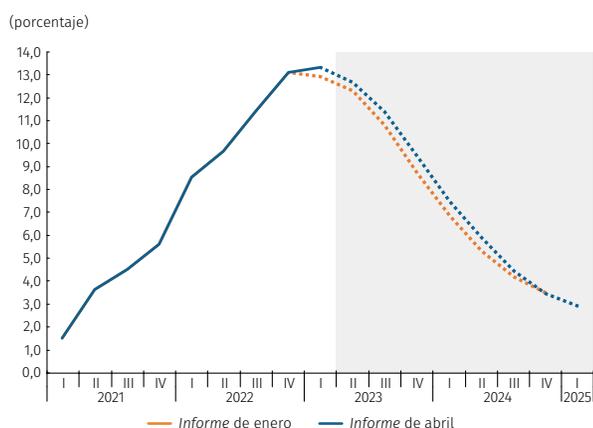
El descenso de la inflación anual al consumidor se postergó para el segundo trimestre de 2023, momento desde el cual convergería hacia la meta en el horizonte de pronóstico, en parte, como resultado del esfuerzo acumulado de la política monetaria. Para 2023 y para gran parte de 2024, la inflación se revisó al alza principalmente por un mayor ajuste esperado en los precios de los combustibles. También, por otros choques no previstos de oferta, por la indexación a altas tasas de inflación, por mayores presiones cambiarias acumuladas y una brecha del producto mayor en 2023, entre otros. Durante todo el horizonte de pronóstico la inflación superaría a la meta, como consecuencia, en especial, de los efectos de la indexación y del aumento necesario en los precios internos de los combustibles. Pese a lo anterior, se espera que la inflación total descienda y adopte una senda de convergencia hacia el 3% a partir del segundo trimestre de 2023. Esto, como consecuencia de unas presiones cambiarias acumuladas que cederían paulatinamente, como lo sugiere la brecha inflacionaria de la tasa de cambio real (Gráfico 2.11). A lo anterior se sumaría una disminución gradual de los precios y costos internacionales, la desaceleración generalizada del IPP y el agotamiento de los excesos de demanda, en un entorno en el que la política monetaria ha adoptado una postura que busca llevar la inflación a niveles cercanos al 3% a finales de 2024. Asimismo, se espera un aumento de la oferta agropecuaria gracias a la normalización del clima, los incentivos a la siembra provistos por los altos precios de finales de 2022 y la superación de los cuellos de botella derivados de los bloqueos viales. Dado todo lo anterior, se prevé que al final de 2023 la inflación total anual se ubique alrededor del 9,5% y que continúe su tendencia decreciente durante 2024, para situarse a finales del año en una cifra cercana al 3,5% (Gráfico 2.12).

Gráfico 2.11
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 2.12
Índice de precios al consumidor
(variación anual, fin de periodo)



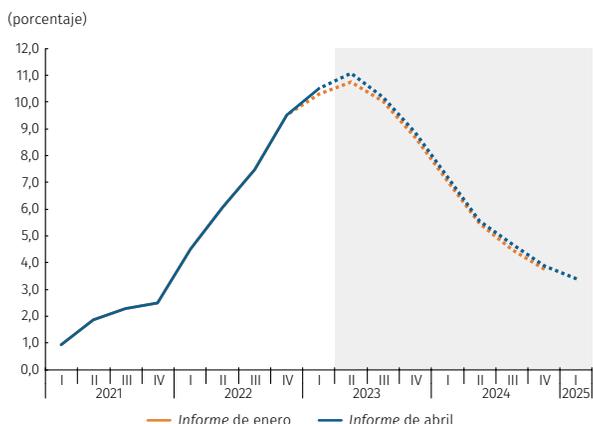
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

La inflación básica se reduciría gradualmente a partir del tercer trimestre de este año, de la mano de la moderación en el crecimiento de la demanda y de unas expectativas de inflación que convergerían a la meta. La senda para la inflación básica, medida a través del IPC SAR, se revisó un poco al alza, en especial para 2023, como consecuencia, principalmente, de una brecha del producto mayor para buena parte de este año y de los efectos indirectos de unos mayores precios de los combustibles, como se explica más adelante. Para el segundo trimestre se espera un nuevo aumento en la inflación básica; no obstante, conforme avance el año, las medidas de política monetaria implementadas contribuirán a que algunas presiones alcistas derivadas de los excesos de demanda y de las altas expectativas de inflación cedan gradualmente, lo que permitiría revertir su tendencia ascendente y adoptar una senda de convergencia hacia el 3% a partir de la segunda mitad del año. A esto también ayudaría la disminución gradual de las presiones provenientes de la tasa de cambio y de los precios y

10 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.

costos internacionales, así como la dilución de los efectos alcistas asociados con los cambios en los impuestos indirectos y los días sin IVA. Por el lado de la subcanasta de bienes, los efectos de los cambios en el IVA efectuados el año pasado¹¹ se diluirían en la segunda mitad del año. Esto permitiría que la variación anual de esta subcanasta del IPC quiebre de manera notoria su tendencia actual a partir del tercer trimestre, a lo que también ayudaría la disminución gradual de las presiones cambiarias, externas y de demanda ya citadas. Por su parte, se espera que la variación anual del IPC de servicios enfrente en el corto plazo algunas presiones alcistas provenientes de las afectaciones en la oferta del transporte, en medio de las recientes dificultades de algunas aerolíneas. Sumado a esto, el importante peso que tienen en ella los factores de indexación, junto con el choque alcista a comienzos de este año por cuenta del restablecimiento completo de los impuestos indirectos a algunos servicios¹², llevarían a que este indicador ceda solo a partir de finales de 2023. Su reducción sería resultado de la disminución paulatina de los excesos de demanda, de las expectativas de inflación y de los costos de algunos servicios, como las comidas fuera del hogar. Así las cosas, se espera que la inflación básica se sitúe alrededor del 8,9% a finales de 2023. Para 2024 este indicador debería mantener una senda de convergencia hacia la meta, apoyada en la reversión de los choques que lo han afectado, en la eliminación de los excesos de demanda, en una indexación a tasas de inflación menores y en el reanclaje de las expectativas de inflación a la meta gracias a las acciones de la política monetaria. Para finales de ese año se prevé una inflación básica cercana al 3,9% (Gráfico 2.13).

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



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

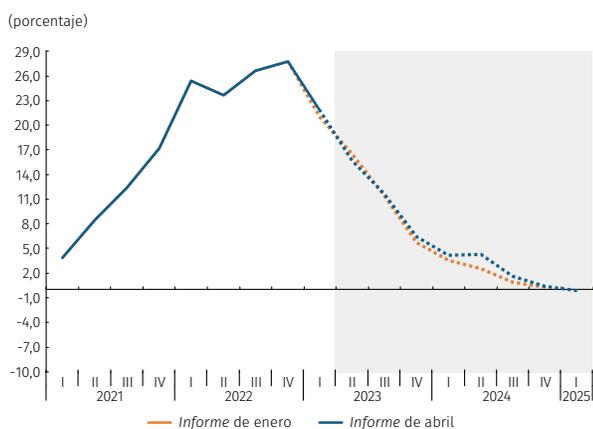
La senda para la variación anual del IPC de alimentos se revisó al alza para finales de 2023 y de 2024, aunque continuaría registrando una tendencia decreciente importante en la medida en que se sigan superando los choques de oferta y cedan las presiones de la tasa de cambio. La disminución sustancial del ajuste anual de los precios de los alimentos proyectada a lo largo de todo el horizonte responde, en parte, al papel que desempeñaría la reducción de precios y costos internacionales, la disolución del choque cambiario y la recuperación de la oferta interna de los alimentos perecederos. Esto último, gracias a la normalización de las condiciones climáticas y a los altos precios internos que se han observado en los últimos meses, los cuales deberían estimular la inversión en el sector. En este contexto se espera que el IPC de los alimentos perecederos presente una caída importante en el segundo trimestre de este año y que posteriormente presente alzas, pero a tasas mucho menores que las observadas en 2022. Por su parte, el IPC de los alimentos procesados debería continuar presentando aumentos, aunque también más moderados que los regis-

11 Estos cambios corresponden a: 1. El retorno del IVA a los productos de aseo e higiene personal a partir de julio de 2022, y 2. El último día sin IVA, en junio de 2022. Debido al diseño de recolección de información por parte del DANE, estos cambios en el IVA terminaron de reflejarse en el IPC en septiembre de 2022. De esta manera, mantienen su efecto en las cifras de ajuste anual durante doce meses más.

12 El restablecimiento completo del IVA a los tiquetes aéreos y a los servicios asociados con el turismo, y del impuesto al consumo en las comidas fuera del hogar.

trados en los últimos dos años. Gracias a lo anterior, en ambos casos se esperan variaciones anuales decrecientes en los próximos trimestres. Estas proyecciones suponen condiciones climáticas normales en todo el horizonte. En este sentido, no incluyen el posible impacto que podría tener un fenómeno de El Niño de intensidad débil o moderada a finales de este año y comienzos del próximo, al que algunas agencias climáticas asignan una alta probabilidad de ocurrencia. Tomando todo esto en cuenta, se espera que la variación anual del IPC de alimentos cierre en 2023 cerca del 6,4% y en 2024 alrededor del 0,4% (Gráfico 2.14).

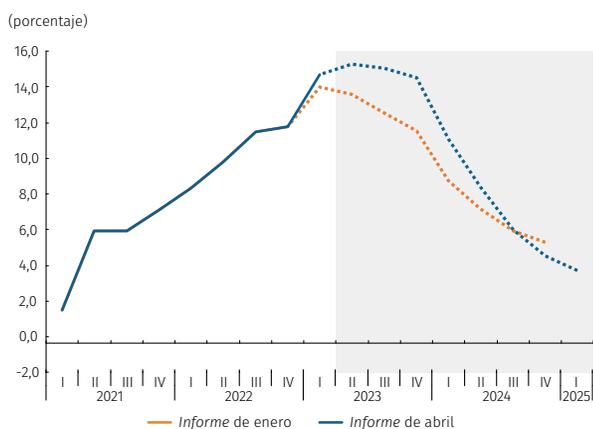
Gráfico 2.14
IPC alimentos
(variación anual, fin de periodo)



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

La evolución del IPC de regulados seguiría sometida a importantes presiones de indexación y dependería en buena parte de las decisiones que tomen las autoridades sobre el precio de los combustibles. El ajuste anual del IPC de esta subcanasta mantendría niveles altos en 2023, cercanos al 15,0% y por encima de lo esperado en el Informe de enero, como consecuencia, principalmente, de una mayor senda de ajustes observados y esperados en el precio de los combustibles y de algunos servicios públicos. No obstante, la variación anual del IPC de regulados se reduciría de forma importante en 2024, de la mano de una disminución de las presiones por indexación y de una moderación en los ajustes de los combustibles, en un entorno de ausencia de presiones alcistas por el lado cambiario y de otros costos que inciden en las tarifas de algunos servicios públicos. En el caso de los combustibles, para todo el horizonte de pronóstico se prevén aumentos superiores a los contemplados en el Informe anterior, teniendo en cuenta que los ajustes observados a comienzos de año superaron las previsiones del equipo técnico. Estos mayores precios también tendrían un impacto alcista indirecto vía mayores costos de transporte sobre las subcanastas de alimentos y otros bienes, principalmente. Con todo esto, se espera que la variación anual del IPC de regulados llegue a su pico en el segundo trimestre de 2023 y que, a partir de allí, se revierta dirigiéndose hacia una tendencia decreciente que la llevaría a cerrar 2023 cerca del 14,5%, la cual se acentuaría en 2024 y permitiría un cierre de año en un 4,5% (Gráfico 2.15).

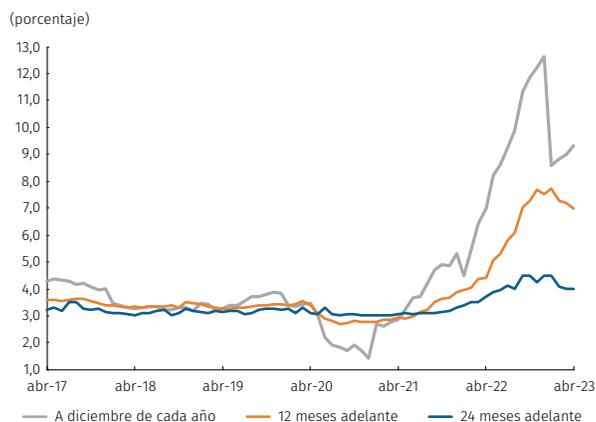
Gráfico 2.15
IPC regulados
(variación anual, fin de periodo)



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

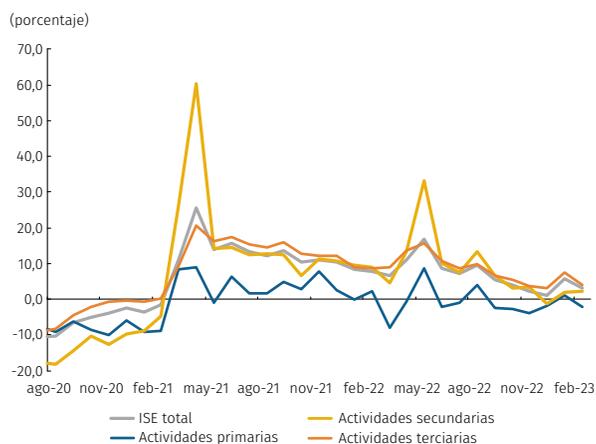
Las diferentes medidas de expectativas de inflación a todos los plazos continúan por encima de la meta. Frente a las cifras de enero, las expectativas para finales de 2023 aumentaron, para el cierre de 2024 no cambiaron y a uno, dos y cinco años cayeron o permanecieron inalteradas. Esto último es un signo positivo para su reanclaje y la convergencia de la inflación hacia la meta. Las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la Encuesta de expectativas del Banco de la República aplicada entre el 10 y el 12 de abril (Gráfico 2.16), sugieren una mediana de la inflación total para finales de 2023 del 9,3% (8,6% en la encuesta de enero) y del 9,4% para la inflación sin alimentos (8,0% en la encuesta de enero). Para el cierre de 2024, según los resultados de la encuesta, estas medidas, en su orden, se situarían en el 5,0% (igual a lo indicado en la encuesta de enero) y en el 4,7% (4,6% en la encuesta de enero). Adicionalmente, en la presente encuesta las expectativas para la inflación total a uno y dos años cayeron frente a la encuesta de enero, pasando del 7,7% al 7,0% y del 4,5% al 4,0%, respectivamente. Para un horizonte de cinco años se

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.

Gráfico 2.17
ISE total y por sectores de actividad^{a/, b/}
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
b/ Actividades primarias: agricultura, caza, silvicultura y pesca; y explotación de minas y canteras. Actividades secundarias: industrias manufactureras y construcción. Actividades terciarias: suministro de electricidad, gas y agua; comercio, reparación, transporte y alojamiento; información y comunicaciones; actividades financieras y de seguros; actividades inmobiliarias; actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades de servicios administrativos y de apoyo; administración pública y defensa, educación y salud; actividades artísticas y de entretenimiento.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

mantiene estables en 3,4%. Por su parte, con información al 21 de abril, las expectativas estimadas con base en los bonos de deuda pública (*breakeven-inflation*, BEI), ajustados por las primas de riesgo inflacionario y de liquidez¹³, muestran unas expectativas de inflación que, a dos, tres y cinco años se ubican en el 7,4%, 6,8% y 5,8%, respectivamente (8,2%, 7,5% y 6,3%, en su orden, en las cifras de enero)¹⁴.

2.2.2 Actividad económica

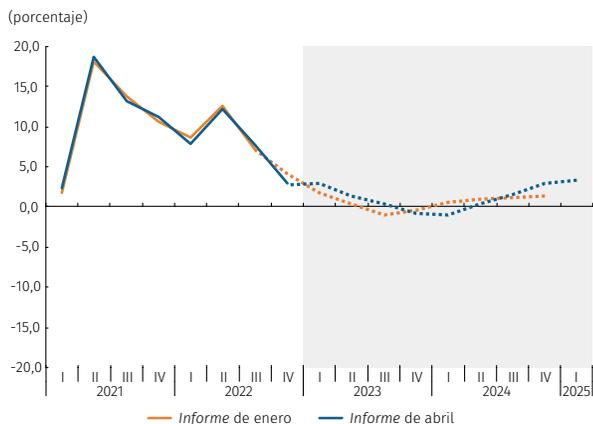
Las cifras disponibles para el primer trimestre habrían confirmado la desaceleración de la economía colombiana en términos anuales, aunque de manera menos pronunciada que lo previsto en el Informe anterior. A pesar de la desaceleración, el PIB habría crecido en el primer trimestre y los niveles de actividad económica seguirían siendo elevados. Para este periodo, los indicadores sectoriales disponibles, incluyendo el índice de seguimiento a la economía (ISE) a febrero (Gráfico 2.17), sugieren que el PIB habría crecido a una tasa anual del 3,0%, similar a la observada en el cuarto trimestre de 2022, pero considerablemente menor a la observada en el resto de ese año (Gráfico 2.18). Pese a lo anterior, el nuevo pronóstico es superior al contemplado en el Informe de enero (1,8%) e implicaría una expansión del PIB en niveles (con una tasa de crecimiento del 2,7% trimestral anualizado). Por el lado de la oferta, que es de donde más información se dispone a la fecha, las actividades terciarias habrían continuado siendo las más dinámicas, principalmente por un buen desempeño de las actividades financieras y de seguros, de información y comunicaciones y por los altos niveles que habrían mantenido las actividades artísticas y de entretenimiento. A lo anterior también se suma un mayor dinamismo del sector agropecuario, en especial por la recuperación de la producción de café y de la ganadería. Por el contrario, las ramas secundarias habrían registrado una desaceleración, explicada sobre todo por el componente manufacturero.

La demanda interna habría continuado desacelerándose, en particular por el debilitamiento de la inversión. En el primer trimestre el crecimiento anual del gasto interno se habría moderado (2,0%) y su aumento trimestral habría sido escaso (0,3%). El retroceso esperado en los niveles de la inversión explicaría buena parte de la pérdida de dinamismo de la de-

13 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 a 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.

14 Estas cifras corresponden al cálculo realizado en abril para las tasas de enero.

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

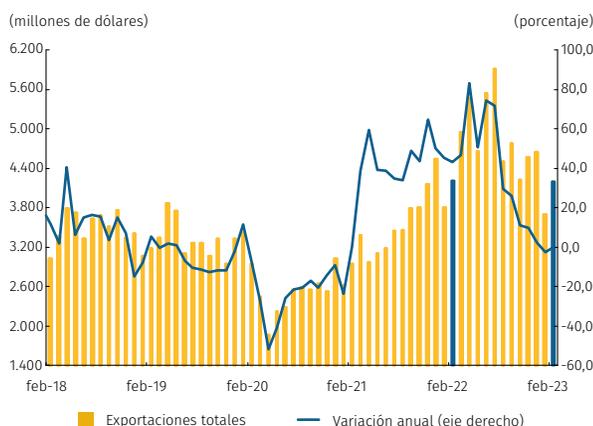


a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
 Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

manda interna. En el primer trimestre se habría presentado una caída de la inversión de maquinaria y equipo, especialmente en el rubro de transporte, de acuerdo con la información preliminar proveniente de las importaciones de bienes de capital a marzo. En contraste, la inversión en construcción (otros edificios y estructuras, y vivienda), habría presentado algún avance en este periodo, concentrado sobre todo en el subcomponente de obras civiles, el cual estaría asociado con una mayor ejecución de proyectos de inversión de los gobiernos locales y regionales.

El consumo total también se habría desacelerado, en buena parte por una moderación en el crecimiento del consumo privado, el cual, no obstante, habría seguido mostrando niveles relativamente altos a comienzos de año. En el primer trimestre, el consumo privado se habría expandido a una tasa anual inferior a la observada durante 2022. El consumo de servicios habría continuado siendo el componente más dinámico, mientras que el consumo de bienes, en particular el de durables, estaría presentando retrocesos. A lo anterior apuntan los indicadores disponibles, entre los que se destacan el ISE terciario, las ventas al por menor, los desembolsos de crédito de consumo y las importaciones de bienes de consumo. La desaceleración esperada del consumo de los hogares se daría en un contexto de bajos niveles de confianza y del agotamiento del ahorro de las familias acumulado durante la pandemia, a lo que se suman unas condiciones crediticias más apretadas que el año anterior, en parte como resultado de los ajustes efectuados por la política monetaria. Respecto al consumo público, en el primer trimestre se espera alguna recuperación en sus niveles después de la fuerte caída reportada por el DANE en la segunda mitad del año pasado. Esta recuperación supone un aumento en los niveles de ejecución del gasto por parte de los gobiernos regionales y locales. Dado todo lo anterior, en el primer trimestre el consumo total se habría desacelerado en términos de variaciones anuales.

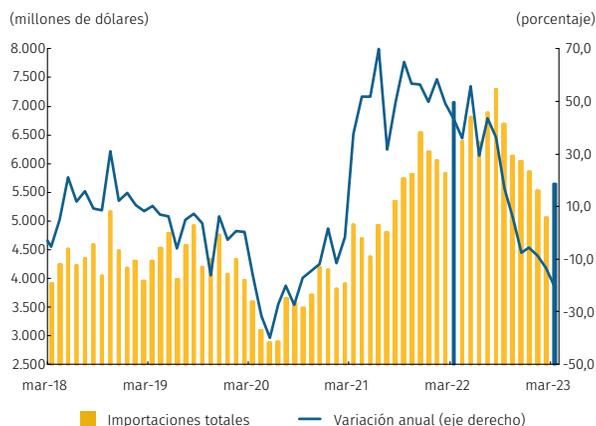
Gráfico 2.19
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Una expansión moderada de las exportaciones, unida a una corrección de las importaciones hacia niveles más sostenibles en el largo plazo, habría permitido que la demanda externa neta aportara positivamente al crecimiento anual del trimestre. El leve aumento reciente de las exportaciones en el primer trimestre estaría asociado con las ventas externas de manufacturas y servicios, especialmente del turismo de no residentes. Este último subcomponente se estaría viendo favorecido por la depreciación del peso. Sin embargo, el crecimiento de las exportaciones se vería limitado por las ventas externas de bienes básicos. Así lo sugieren las cifras de exportaciones en volumen observadas a febrero (Gráfico 2.19), que muestran caídas para las de carbón y café. La mayor producción de café observada a comienzos del año debería estarse traduciendo en un aumento de sus ventas externas hacia el segundo trimestre de 2023. Por el lado de las importaciones, se espera una nueva caída en sus niveles, principalmente debido a las menores compras de bienes de capital, como lo sugieren las cifras preliminares de la DIAN a marzo (Gráfico 2.20). Con esto, las importaciones habrían presentado un retroceso anual, consistente en buena medida con la desaceleración de la demanda interna, en particular del consumo privado y de

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



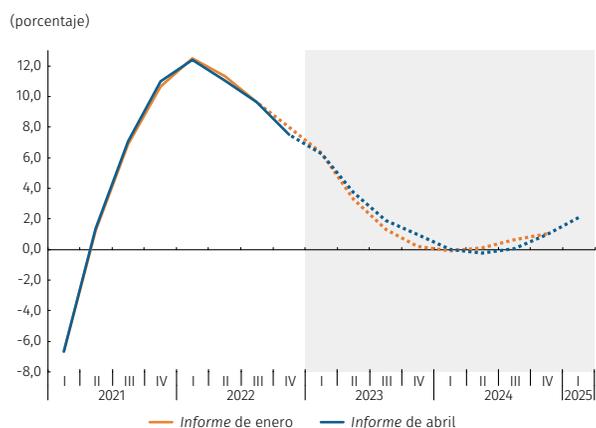
Fuentes: DANE y DIAN (avances de comercio exterior); cálculos del Banco de la República.

la inversión en maquinaria y equipo. Dado todo lo anterior, se espera que el déficit comercial en pesos constantes se haya reducido frente al de finales de 2022, y que por primera vez en dos años haya contribuido de manera positiva a la variación anual del PIB.

La revisión a la baja del nivel del PIB de 2022 y una desaceleración más gradual durante 2023 llevaron a ajustar al alza el pronóstico de crecimiento para todo este año.

Se espera que la economía continúe desacelerándose en términos de variaciones anuales, con retrocesos trimestrales de la actividad económica a partir del segundo trimestre de 2023. De esta manera, la economía colombiana entraría en una fase de moderación, después de haber alcanzado niveles relativamente altos en 2022. Esto se daría en un entorno de condiciones financieras internas y externas apretadas, de una confianza de consumidores y empresarios relativamente baja y con una inflación alta, aunque en descenso, como se señaló anteriormente. Las circunstancias anteriores conllevarían una mínima expansión del consumo privado durante todo el año, sin descartarse variaciones anuales y trimestrales negativas en algunos trimestres. Por el contrario, se contemplan unos niveles de consumo público ligeramente superiores a los de 2022, acorde con lo estipulado en el *Plan Financiero* del Gobierno Nacional. La inversión, por su parte, debería caer tanto en términos anuales como trimestrales a lo largo de todo el año, debido en especial al comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo, en la medida en que no se repetirían los altos niveles observados en 2022. También podría presentarse una contracción en los niveles de la inversión en vivienda, dados los altos costos de los insumos y de financiamiento para hogares y empresas. Este menor desempeño sería contrarrestado parcialmente por la inversión que deberían adelantar las administraciones locales y regionales en su último año de gobierno. En el frente externo, para todo 2023 se espera un escaso aumento de las exportaciones, en parte, como consecuencia de la desaceleración proyectada para el crecimiento de los principales socios comerciales del país, como se señala en la primera parte de este capítulo. Con todo lo anterior, y teniendo en cuenta la menor base de comparación de 2022, la cual surgió de la última revisión de las cifras del DANE, se proyecta un crecimiento anual del PIB del 1,0% en todo 2023, superior al publicado en el *Informe* de enero (0,2%) (Gráfico 2.21).

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

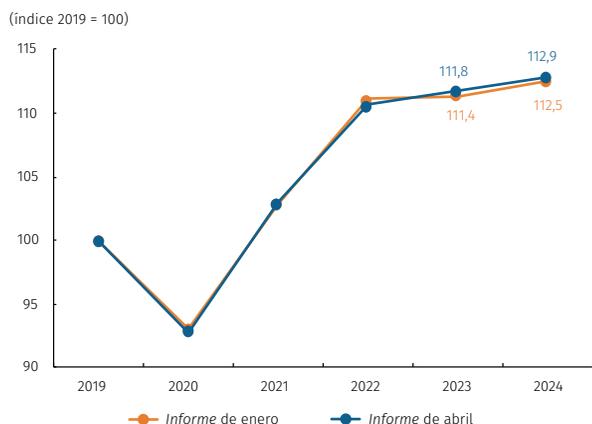


a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario. Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

El ajuste de la economía se prolongaría hacia 2024, con crecimientos del PIB inferiores a los del largo plazo, los cuales contribuirían a la convergencia de la inflación a su meta.

Para ese año el escenario central de pronóstico supone que los choques de los precios internacionales de materias primas y los problemas de las cadenas de suministro globales, así como las consecuencias del conflicto bélico en Ucrania, habrían sido ampliamente superados. Gracias a ello, se espera un mayor dinamismo en el crecimiento de los socios comerciales, lo que daría un impulso a las exportaciones colombianas. No obstante, en el frente interno debería continuar el proceso de ajuste económico, con un consumo privado y una inversión que crecerían poco. Aunque se espera una recuperación gradual del gasto en la medida en que la inflación descienda y que las condiciones financieras se empiecen a relajar, el efecto de

Gráfico 2.22
Niveles del PIB



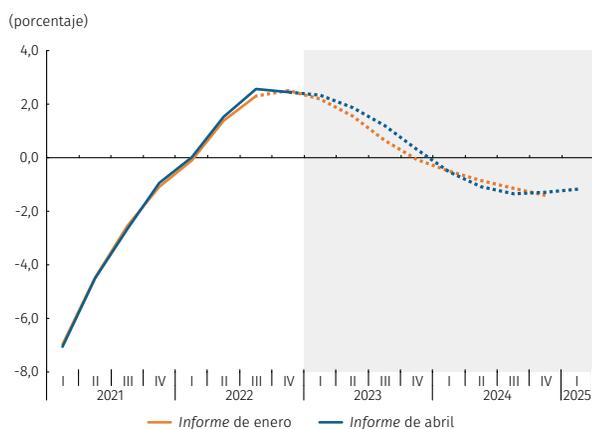
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República

estas circunstancias más favorables debería sentirse más allá del horizonte de pronóstico. Con todo ello, se proyecta un crecimiento de la economía colombiana del 1,0 % para todo 2024 (Gráfico 2.22).

En 2023 la economía colombiana continuaría mostrando importantes excesos de demanda. Estos se reducirían a lo largo del año de la mano de la moderación proyectada de la demanda interna, para después ubicarse en terreno negativo, contribuyendo así a la convergencia de la inflación a su meta.

En 2022 el alto crecimiento del PIB, impulsado por una demanda interna vigorosa, las mejoras en el mercado laboral, junto con una inflación básica que sorprendió al alza con variaciones anuales por encima de la meta, indican que la economía colombiana habría operado por encima de su capacidad productiva, según lo sugiere la estimación actual de la brecha del producto. Para 2022 se estima una brecha del producto anual positiva (2,4 %), similar a la estimada en el *Informe* de enero (2,5 %), con un producto potencial que habría crecido 4 % en todo el año. Para 2023 se espera que dichos excesos de demanda desaparezcan de manera gradual, acorde con unas condiciones financieras internas y externas apretadas, que llevarían a una contracción anual de la demanda interna. No obstante, las revisiones al alza para 2023 tanto en la inflación total y básica como en el crecimiento anual proyectado del PIB, entre otros factores, implican un cierre más lento de la brecha y con niveles algo mayores que lo contemplado en el *Informe* anterior. Así, el escenario central de pronóstico de este *Informe* incluye una brecha del producto anual que para finales de 2023 se situaría en valores cercanos al 0,3 %, para luego ubicarse en terreno negativo y alcanzar un -1,3 % a finales de 2024 (Gráfico 2.23). Estas estimaciones serían compatibles con un producto potencial que registraría aumentos en sus niveles y que crecería a tasas anuales del 3,1 % en 2023 y 2,6 % en 2024. Cabe señalar que estas estimaciones están rodeadas de una gran incertidumbre por cuenta de los riesgos internos y externos mencionados en otras secciones de este *Informe*.

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



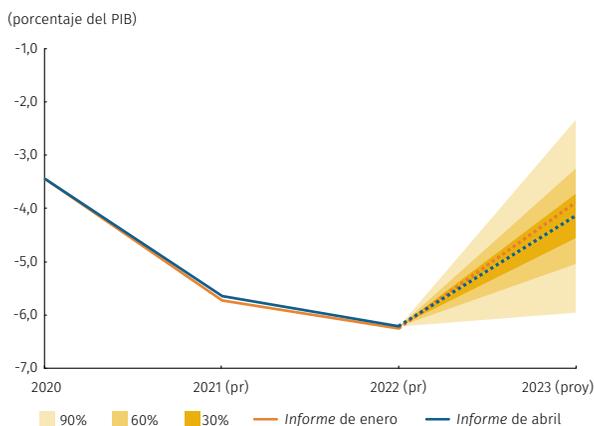
a/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo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

Dado el comportamiento reciente del mercado laboral y las previsiones en materia de actividad económica, se estima que la tasa de desempleo (TD) nacional permanezca estable durante 2023, lo que la ubicaría en un 11,0 %, con un rango entre el 9,8 % y 12,2 % en promedio para ese año. La información disponible de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) muestra un mercado laboral que registra crecimientos anuales del empleo, pero con estabilidad en sus niveles mensuales. Esta ralentización del empleo es más notoria en el segmento asalariado, y se confirma con otras fuentes de información, como los cotizantes dependientes a pensión y los afiliados a riesgos laborales y a cajas de compensación familiar. Además, es consistente con la relativa estabilidad que muestran las vacantes y las expectativas de contratación. Con todo esto, la TD nacional para el trimestre móvil terminado en febrero se ubicó en el 11,0 %¹⁵. No obstante, las cifras a febrero mostraron una tasa de desempleo que llegó a uno de sus valores más bajos en cinco años, en parte por una mejor dinámica del empleo

15 Véase el capítulo 3 de este *Informe*, para mayor detalle.

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



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

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su densidad 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 Patacon.

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

Fuente: Banco de la República.

rural. Dado el comportamiento reciente del mercado laboral y del escenario macroeconómico contemplado en este Informe, se estima que la TD nacional estaría relativamente estable en el transcurso de 2023. Con esto, la TD del agregado nacional, en su promedio anual, podría ubicarse entre un 9,8% y 12,2%, siendo 11,0% su valor más probable. En el caso del área urbana, el desempleo promedio anual se situaría entre el 10,3% y 12,7%, con un 11,5% como valor más probable. Con estas previsiones, las estimaciones de una TD no aceleradora de la inflación (Nairu) sugieren que la brecha de desempleo urbana es aún negativa, pero que se cerraría en el transcurso del año¹⁶. Lo anterior indica que, si bien el mercado laboral se mantiene estrecho, esta situación se corregiría gradualmente durante el año. Así, las presiones inflacionarias por costos salariales asociadas con la dinámica propia del mercado laboral se atenuarían, aunque persistirían aquellas de naturaleza regulatoria, en particular, por cuenta de los ajustes al salario mínimo.

2.2.3 Balanza de pagos

Para 2023 se proyecta una reducción del déficit en la cuenta corriente al 4,1% del PIB, después de alcanzar un 6,2% del PIB en 2022 (Gráfico 2.24)¹⁷. El menor déficit comercial de bienes y servicios contribuiría mayoritariamente a esta corrección significativa del déficit. Esto, como resultado principalmente de la desaceleración del crecimiento económico y el ajuste de la demanda interna, los cuales se verían reflejados en una reducción de las importaciones, a lo que se agregaría el efecto de las caídas de los precios de las materias primas importadas y de los fletes para el transporte de mercancías, gracias a la normalización en las cadenas globales de suministro. Además, se espera que continúe la buena dinámica de las exportaciones de servicios turísticos, superando los valores registrados antes de la pandemia. No obstante, la corrección del déficit comercial se vería limitada por la reducción en las cotizaciones internacionales de los principales productos de exportación, como las del petróleo, carbón, y café, y la desaceleración de la demanda externa. A esto se sumarían los niveles de producción relativamente bajos de los principales *commodities* de exportación, dadas las afectaciones a la oferta observadas desde años atrás¹⁸. Por su parte, al ajuste anual del déficit corriente también contribuirían los menores egresos netos en el balance del ingreso primario, en donde dominaría el efecto de la reducción de las utilidades de las empresas con capital extranjero, a pesar de que se prevé un aumento del pago de intereses por endeudamiento con no residentes. Finalmente,

16 Véase el *Reporte de Mercado Laboral* de abril de 2023.

17 Para el cuarto trimestre de 2022, el déficit corriente representó el 6,1% del PIB. Los altos egresos netos de la renta factorial y el desbalance comercial explicaron este resultado. Por su parte, para el primer trimestre de 2023 se proyecta un déficit en la cuenta corriente cercano al 4,5% del PIB, lo que representa una corrección frente a lo observado el año anterior.

18 En el caso del carbón, el cierre de algunas minas se ha visto reflejado en la caída de su producción y explotación. En cuanto al petróleo, en 2020 los precios internacionales se redujeron de forma significativa y generaron afectaciones en la producción e inversión en el sector, con lo cual no se han recuperado los niveles de extracción previos a la pandemia. Para el café, la producción se ha reducido en medio de afectaciones por el clima y en un contexto de altos costos de los insumos agrícolas.

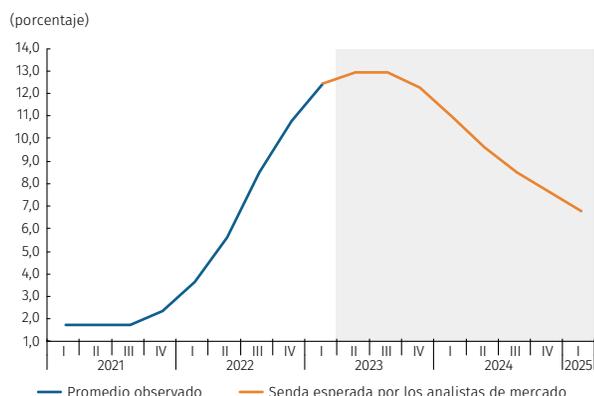
para los flujos corrientes asociados con el ingreso secundario se espera que se mantenga un superávit relativamente elevado. Lo anterior, en la medida en que se proyecta que en 2023 las remesas de trabajadores se incrementen, acorde con el aumento de la migración de colombianos al exterior y con los mercados laborales estrechos en varios países en donde residen los migrantes colombianos. Desde el punto de vista de los agregados de ahorro e inversión, la reducción del déficit en la cuenta corriente sería compatible con el menor desbalance del sector público y un ajuste de la dinámica del consumo y la inversión del sector privado. En general, la incertidumbre sobre los pronósticos de la cuenta corriente y sus componentes es elevada debido a los múltiples choques que afectan la economía mundial, a los riesgos sobre el crecimiento del país y a la volatilidad de los mercados financieros internacionales.

En 2023 se prevén menores necesidades de financiamiento externo debido a la reducción del déficit de la cuenta corriente. En este *Informe* se supone que el país mantendría el acceso a diferentes fuentes de financiamiento en un entorno de elevadas tasas de interés internacionales y volatilidad en los mercados financieros. Bajo este supuesto, el financiamiento del déficit de la cuenta corriente seguiría soportado en buena medida por la IED. No obstante, se espera una reducción de estos capitales por la desaceleración de la economía, por menores precios de los *commodities* y por una base alta de comparación por grandes operaciones de inversión realizadas en 2022. También continuaría la entrada de recursos por endeudamiento externo privado. Por su parte, las entradas netas de capital al sector público se reducirían, de acuerdo con el menor déficit fiscal esperado para este año.

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 el 13,0% durante el segundo trimestre de 2023 y en el 12,3% para el último trimestre del año (Gráfico 2.25). De acuerdo con la *Encuesta mensual de expectativas* del Banco de la República aplicada a los analistas a comienzos de abril, la mediana de las respuestas sugiere que la tasa de interés de política vigente durante el segundo trimestre de 2023 se ubicaría en el 13,0% y comenzaría a descender durante el cuarto trimestre del año, cerrando dicho trimestre en un 12,3%. Durante 2024 los analistas anticipan reducciones importantes en la tasa de interés de política y sitúan sus proyecciones en el 7,7% en promedio durante el cuarto trimestre de 2024 y en el 6,8% a comienzos de 2025. En comparación, la senda de interés de política del pronóstico del equipo técnico del Banco compatible con la convergencia gradual de la inflación a la meta es, en promedio para un horizonte de ocho trimestres, mayor a lo anticipado por el mercado en la encuesta de abril de 2023. Vale la pena mencionar que los encuestados también esperan tasas de crecimiento e inflación superiores a las del pronóstico del equipo técnico del Banco. El horizonte de pronóstico sigue caracterizándose por amplios niveles de incertidumbre sobre la velocidad de disolución de los choques externos e internos que han afectado la inflación, sobre la velocidad a la que se corrijan los excesos de demanda, y sobre

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 abril de 2023.
Fuente: Banco de la República.

las condiciones financieras externas que puedan aumentar o reducir las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio.

2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

Varios de los riesgos inflacionarios al alza se han materializado e integrado a la senda central de pronóstico, con lo cual la inflación proyectada es mayor, pero en un entorno de riesgos más balanceados. Frente al *Informe* anterior varios de los choques que han afectado los precios se han incorporado en la senda central de pronóstico de inflación, lo cual implica una mayor proyección para el cierre de 2023. En el ejercicio de densidades predictivas (DP)¹⁹ realizado en este *Informe* la incertidumbre continúa en niveles elevados y se incorporan varios factores de riesgo sobre el escenario macroeconómico, entre los que se destacan la incertidumbre sobre el contexto externo de la economía, el ritmo de ajuste de la demanda interna, la velocidad a la que se diluyan los choques de oferta y la evolución futura de los precios de los combustibles (dados los factores externos y las decisiones administrativas locales que afectan dichos precios).

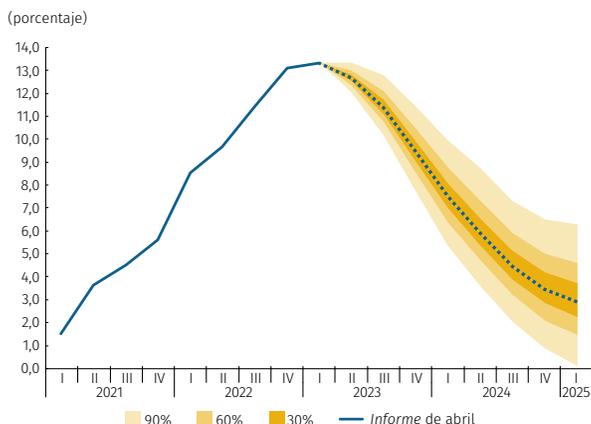
La incertidumbre en torno a la evolución del contexto externo sigue siendo importante, particularmente en los factores que determinan las condiciones de financiamiento de las economías emergentes. En este contexto, el ejercicio de DP incorpora niveles elevados de incertidumbre sobre la tasa de interés de la Fed ante riesgos de presiones inflacionarias más persistentes, las preocupaciones sobre la estabilidad financiera y la posibilidad de una desaceleración en los Estados Unidos. Por su parte, la prima de riesgo (CDS a cinco años) mantiene un sesgo al alza, en especial por factores locales, en un contexto en el que persisten importantes desbalances macroeconómicos. Finalmente, se mantiene un sesgo negativo moderado sobre la actividad económica mundial, en la medida en que persisten importantes conflictos geopolíticos, riesgos a una mayor fragmentación del comercio global y aumentos en las tensiones sociales y políticas en la región. Con todo esto, en balance, se espera que las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio presenten niveles importantes de incertidumbre y un sesgo al alza en el horizonte de pronóstico.

En el ejercicio de DP la senda de inflación presenta un sesgo al alza en 2023, el cual se acentúa en 2024. Sin embargo, la materialización de los riesgos ha llevado a un balance más equilibrado (gráficos 2.26 y 2.27). En este *Informe* se considera que la volatilidad del contexto externo, y sus consecuencias sobre las presiones cambiarias, sigue generando niveles importantes de incertidumbre y un sesgo al alza sobre las canastas de bienes, regulados y alimentos. Adicionalmente, aún persisten ciertos riesgos puntuales que afectan la incertidumbre y los sesgos de la inflación a lo largo del horizonte de pronóstico. En particular, el ejercicio de DP incorpora los riesgos relacionados con los efectos sobre los precios de los arriendos debido a una moderación de la oferta de vivienda, de mayores ajustes en el precio de los combustibles y algunas tarifas de servicios públicos, así como en las tarifas de transporte aéreo y terrestre.

Los riesgos sobre los pronósticos de actividad económica estarían relativamente balanceados en 2023 y sesgados a la baja en 2024 (Gráfico 2.28), aunque se mantendría una alta incertidumbre sobre la velocidad a la cual se desaceleraría el consumo. En el ejercicio de DP se incorpora la nueva senda de crecimiento del PIB, la cual supone un perfil de riesgos más balanceado que en el *Informe* anterior. Sin embargo, la velocidad a la cual se desaceleraría la actividad económica,

¹⁹ Los detalles técnicos sobre la construcción del balance de riesgos a través del 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” (Méndez-Vizcaíno *et al.*, 2021) y en el Recuadro 1 del *Informe de Política Monetaria* de julio de 2021.

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



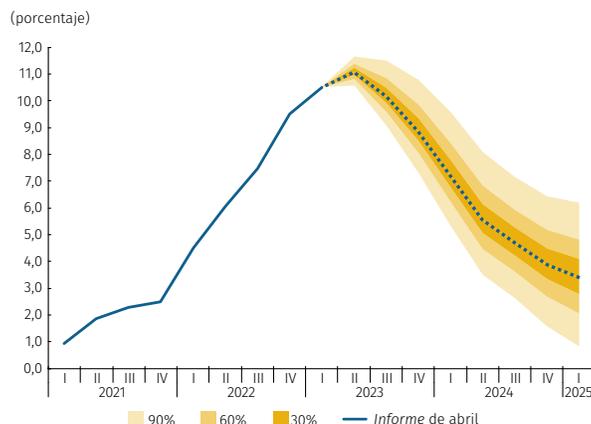
	II trim. 2023	IV trim. 2023	IV trim. 2024
Moda	12,7	9,5	3,4
< Moda	53%	54%	55%
Intervalos			
<2	0,0%	0,0%	16,7%
2 a 4	0,0%	0,0%	40,6%
>4	100,0%	100,0%	42,7%

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

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

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)



	II trim. 2023	IV trim. 2023	IV trim. 2024
Moda	11,1	8,9	3,9
< Moda	54%	56%	54%
Intervalos			
<2	0,0%	0,0%	8,5%
2 a 4	0,0%	0,0%	41,5%
>4	100,0%	100,0%	49,9%

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

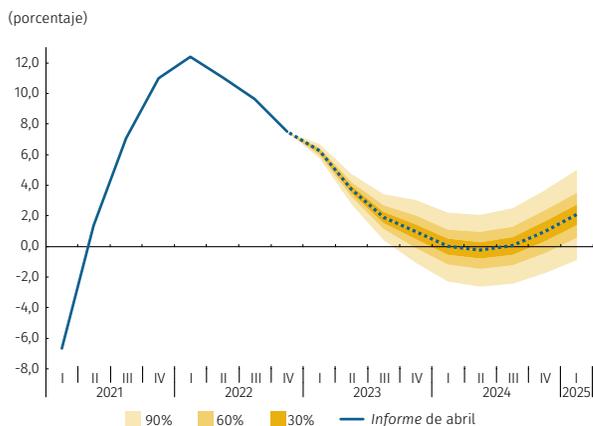
b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de abril.

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

y particularmente el consumo, continúa siendo una fuente importante de incertidumbre en las proyecciones. Para 2024, el ejercicio de DP considera riesgos que generan sesgos a la baja en el crecimiento del PIB y en la brecha del producto (Gráfico 2.29). Dentro de los factores que inciden en este resultado se resalta el sesgo al alza en el costo de financiamiento externo, originado por un comportamiento menos favorable de las primas de riesgo (CDS) que lo esperado, así como la posibilidad de una menor actividad económica global. En este contexto, la DP para el crecimiento del PIB y la brecha del producto mantienen elevados niveles de incertidumbre y un sesgo a la baja en 2024.

En síntesis, el balance de riesgos se caracteriza por un nivel importante de incertidumbre para la inflación en 2023. Para 2024 se mantiene un sesgo a la baja en el crecimiento del PIB y al alza en la inflación. En este contexto, con un 90% de probabilidad la inflación total se situaría en un rango entre el 7,8% y 11,5% al final de 2023 y entre el 0,9% y 6,5% al cierre de 2024, mientras que la inflación básica, con el mismo grado de certeza, se ubicaría al final de 2023 entre el 7,3% y 10,8%, y para el cuarto trimestre de 2024, entre el 1,6% y 6,4%. Las probabilidades de que la inflación total y básica se ubiquen por debajo del 4% durante el cuarto trimestre de 2024 se ubican en el 57% y 50%, respectivamente, similares a las estimadas en el Informe de enero. En cuanto a la actividad económica, con una probabilidad del 90% el crecimiento anual del PIB se estima en un rango entre el -1,1% y el 3,0% para 2023 y entre el -1,8% y 3,7% para 2024.

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



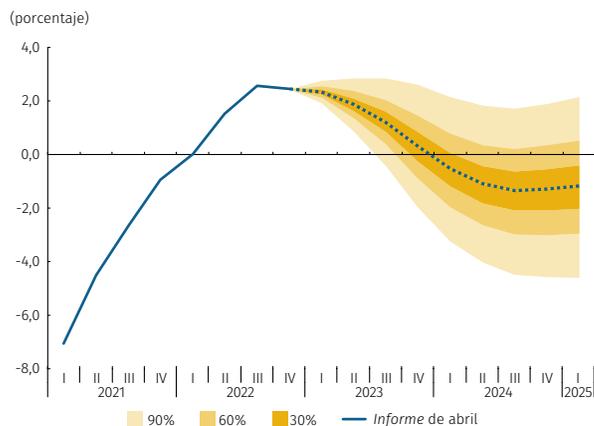
	I trim. 2023	IV trim. 2023	IV trim. 2024
Moda	6,3	1,0	1,0
< Moda	50%	51%	52%
Intervalos			
<0	0,0%	23,2%	28,9%
0 a 2	0,0%	56,7%	45,1%
2 a 5	0,0%	19,9%	24,8%
>5	100,0%	0,2%	1,2%

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

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

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

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



	I trim. 2023	IV trim. 2023	IV trim. 2024
Moda	2,3	0,3	-1,3
< Moda	51%	51%	53%
Intervalos			
< -2	0,0%	4,7%	38,1%
-2 a 0	0,0%	37,6%	37,1%
0 a 2	9,7%	46,2%	19,5%
>2	90,3%	11,6%	5,2%

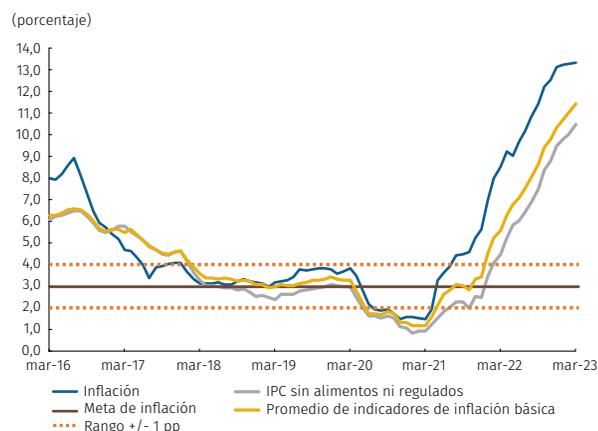
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

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

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

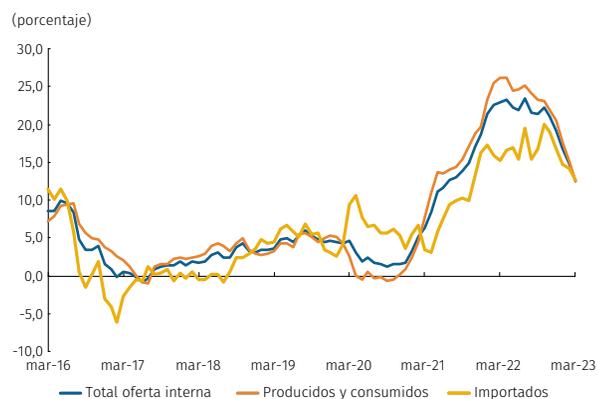
3. Situación económica actual

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



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 3.2
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



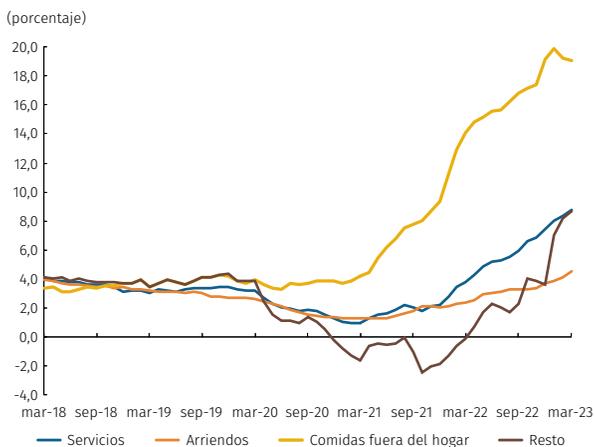
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

3.1 Comportamiento de la inflación y precios

Durante el primer trimestre la inflación anual al consumidor se mantuvo relativamente estable y levemente por encima del 13%, en un entorno de disminución de las presiones inflacionarias de origen externo, pero con presiones locales alcistas persistentes. La inflación anual cerró el primer trimestre del año en un 13,3%, por encima de lo previsto en el *Informe* anterior (Gráfico 3.1). Por su parte, la inflación anual básica (IPC sin alimentos ni regulados) continuó con la tendencia ascendente que traía desde comienzos de 2021, al pasar del 9,5% en diciembre de 2022 al 10,5% en marzo de 2023. En el corrido del año la inflación al consumidor estuvo afectada por la indexación de los precios de los bienes, servicios y regulados a las altas tasas de inflación observadas, y por el retorno de algunos impuestos indirectos a comienzo de año. A los fuertes ajustes de precios también contribuyeron las presiones de demanda y de tasa de cambio, como lo sugieren las brechas positivas del producto y de la tasa de cambio real, que se mencionan más adelante. Las presiones externas continuaron cediendo a comienzos del año, como lo sugieren los descensos en los precios internacionales de materias primas y bienes, y la caída de la inflación en los Estados Unidos y otros países (véase el capítulo 2 de este *Informe*). Lo anterior, junto con una mejora en las condiciones climáticas, se ha reflejado en una disminución en el ritmo de ajuste del precio de los alimentos, cuya variación anual empezó a ceder a partir de febrero. Estos mismos factores operaron para el caso de la inflación al productor, cuyo dato de marzo (12,5%) se situó por debajo de lo observado en diciembre (19,2%), caída impulsada, además, por una base de comparación estadística favorable. Dentro de la canasta del productor tanto el componente local (del 20,5% en diciembre al 12,5% en marzo) como el importado (del 16,4% al 12,7%) han contribuido a la caída de la inflación al productor (Gráfico 3.2).

Durante el primer trimestre, el crecimiento anual en el IPC de bienes se mantuvo relativamente estable, y quebró la tendencia alcista que traía desde comienzos del año pasado. En efecto, la dinámica alcista de los bienes se frenó entre diciembre (15,0%) y marzo (15,1%) (Gráfico 3.3). Los precios de los bienes mantuvieron, sin embargo, un ritmo de ajuste anual alto, producto en mayor medida de factores idiosincrásicos, como una brecha del producto aún positiva y una demanda particularmente alta por medios de transporte (vehículos, motos y bicicletas). A lo anterior se suman las presiones alcistas generadas por la recuperación de los impuestos indirectos (en bienes de aseo, higiene y algunos productos médicos) desde mediados del año pasado, evento que implica una subida en los precios, lo que en términos anuales perdurará hasta mediados de este año. También se suma la depreciación acumulada de la tasa de cambio de los trimestres anteriores, como lo sugiere la brecha positiva del tipo de cambio real durante el segundo trimestre (Gráfico 3.3).

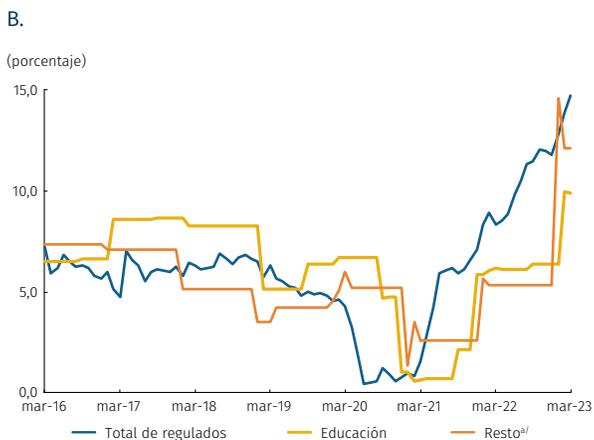
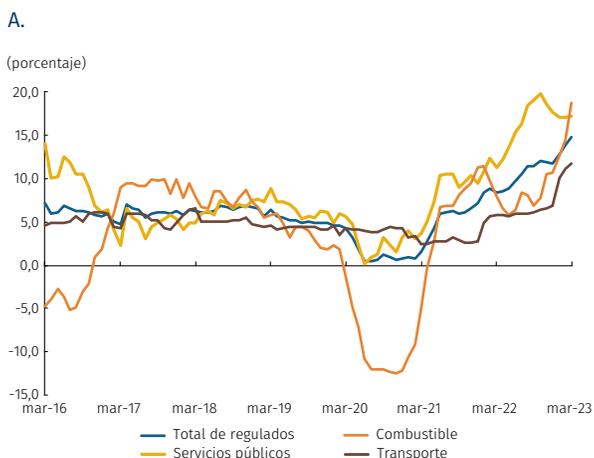
Gráfico 3.4
IPC de servicios, sin alimentos ni regulados y sus componentes (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La variación anual del IPC de servicios continuó aumentando durante el primer trimestre, como resultado de la indexación de algunos de estos precios a la alta inflación de 2022 y al importante ajuste del salario mínimo. Esta tendencia alcista llevó a que los servicios alcanzaran en marzo un ajuste anual del 8,7%. Durante el primer trimestre, el IPC de servicios fue impulsado en buena parte por el alza en los precios de los arriendos, que a marzo registraron una variación anual del 4,5% (Gráfico 3.4). Otra subcanasta que impulsó al IPC de servicios fue el del subgrupo *resto*, cuya variación anual se situó en marzo en el 8,6%. Dentro de este sobresalió el aumento de los precios de los seguros de vehículos y de la educación superior en general. En el primer caso el aumento obedeció, principalmente, al alza en el precio de los automóviles y, en el segundo, al papel de la indexación a los salarios y a la inflación pasada. A lo anterior se suma el aumento en precios de los pasajes aéreos y el turismo debido a la reimplantación del IVA en estos servicios. Las variaciones anuales en el IPC de comidas fuera del hogar tendieron a estabilizarse en torno al 19,0% durante el primer trimestre, luego de soportar una marcada tendencia ascendente desde el segundo trimestre de 2021. La estabilidad reciente de las comidas fuera del hogar puede atribuirse al menor ritmo de ajuste que se observó en los precios de los alimentos, como se explica más adelante.

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

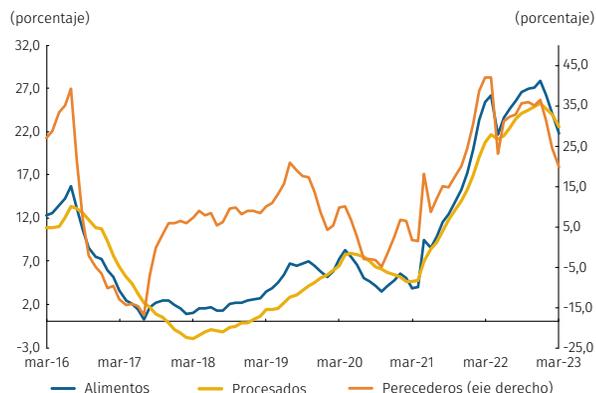


a/ Incluye cuotas moderadoras de las EPS, certificados/documentos administrativos y pago de honorarios.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Durante el primer trimestre la variación anual del IPC de regulados se aceleró de manera importante debido, principalmente, al ajuste de los precios internos de los combustibles. El cambio anual en el IPC de regulados aumentó entre diciembre (11,8%) y marzo (14,7%). Lo anterior se explica, en particular, por el reajuste en el precio de la gasolina corriente, que durante el primer trimestre se incrementó en más de COP1.000 y llevó a la variación anual de este ítem del 10,7% en diciembre de 2022 al 18,7% en marzo de 2023 (Gráfico 3.5, panel A). Como se ha explicado en informes anteriores, el aumento en este precio obedece a la política del Gobierno tendiente a subsanar el déficit del Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC), al acercar el precio de la gasolina corriente a su referente internacional. Estos mayores costos de los combustibles, la mayor inflación y los incrementos salariales indujeron a que los ajustes anuales del transporte regulado aumentaran de manera importante entre diciembre (6,8%) y marzo (11,6%). Los servicios públicos, por su parte, mantuvieron ajustes altos, un poco superiores al 17% en variaciones anuales en el primer trimestre. Por último, tanto la educación básica (9,9%) como el grupo *resto* (12,1%) también contribuyeron a impulsar el IPC de los regulados entre enero y marzo, como producto de la indexación a una mayor inflación y salarios (Gráfico 3.5, panel B).

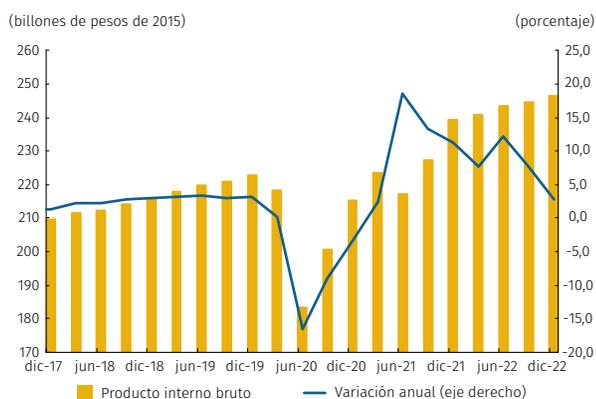
El aumento en los precios de los alimentos comenzó a moderarse en el primer trimestre gracias a condiciones más favorables en el contexto internacional. Entre diciembre (27,8%) y marzo (21,8%) la variación anual en el IPC de alimentos retrocedió por primera vez desde el primer trimestre de 2021, gracias a un menor ritmo de ajuste, sobre todo en el segmento de perecederos, pero también en los alimentos procesados (Gráfico 3.6). Los precios y costos internacionales continuaron cayendo en el primer trimestre, lo que contrasta con los

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



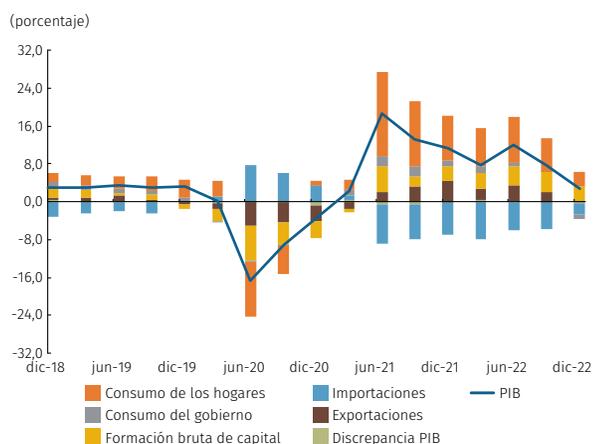
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



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

Gráfico 3.8
Contribuciones a la variación anual del PIB trimestral^{a/}
(variación anual, contribuciones)



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

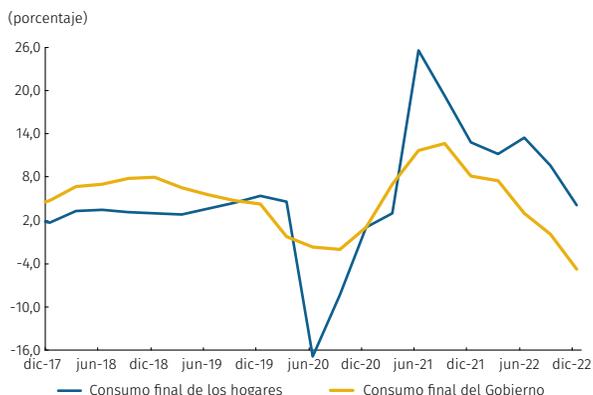
fuertes aumentos que se dieron en el mismo periodo del año pasado debido al inicio del conflicto en Ucrania, lo que llevó a incrementos considerables en los precios de los alimentos en Colombia. La disolución gradual de este choque ha empezado a ser más evidente a comienzos de año y se ha traducido en un descenso en las variaciones anuales en los alimentos perecederos y procesados, los cuales contaban con una base estadística de comparación muy alta. El descenso en la variación anual en el primer trimestre fue parcialmente contrarrestado por condiciones climáticas todavía poco favorables, que generaron, entre otros factores, problemas de abastecimiento en ciertas regiones por los cierres de varias vías del país, donde el cierre de la vía Panamericana fue el de mayor impacto. Otros factores que han impedido un descenso mayor fueron la depreciación acumulada de la tasa de cambio, los mayores costos salariales, y los problemas de oferta interna en productos derivados de la leche, de la carne de res y de los tubérculos y plátanos.

3.2 Crecimiento y demanda interna

En el cuarto trimestre el PIB moderó significativamente su crecimiento anual, de la mano de una desaceleración de la demanda interna. En este periodo, el crecimiento anual de la actividad económica ascendió al 2,9%, manteniendo la tendencia decreciente observada en este indicador desde el inicio de 2022 (Gráfico 3.7). Esta tasa fue menor que la prevista en el Informe de enero (4,1%), en buena medida por una revisión al alza en las cifras del mismo periodo del año anterior. En términos trimestrales, el PIB se expandió a una tasa moderada (2,7% trimestral anualizado, según cifras desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario). Con esta cifra, la economía colombiana para todo 2022 creció un 7,5% y alcanzó niveles que fueron un 10,7% superiores a los de 2019 (véase el Recuadro 2). Estos resultados se dieron en un contexto interno de alta inflación y tasas de interés de crédito elevadas, así como unas condiciones financieras externas más apretadas y una desaceleración económica de los socios comerciales. Estos factores, en conjunto, comenzaron a traducirse en una moderación de la demanda interna desde el tercer trimestre, que continuó en el cuarto, y en una menor contribución de las exportaciones al crecimiento (Gráfico 3.8). Por el lado de la oferta, las actividades terciarias continuaron mostrando un buen ritmo de crecimiento, mientras que el sector agropecuario, la minería y la construcción registraron retrocesos en sus niveles frente a lo observado un año atrás.

La moderación en el crecimiento anual de la demanda interna obedeció a un menor ritmo de crecimiento del consumo. La demanda interna creció en estos meses a una tasa anual del 4,6% y a una tasa trimestral negativa (-1,6%) por primera vez desde el segundo trimestre de 2020. Esta desaceleración se explicó, sobre todo, por el consumo total, que se expandió a una tasa anual del 2,0% en este periodo, notablemente inferior a la de los trimestres anteriores. Por componentes, el consumo privado registró un crecimiento del 4,2% en términos anuales (Gráfico 3.9), y sus niveles presentaron un leve decrecimiento frente a los del tercer trimestre. Dentro del gasto de los hoga-

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

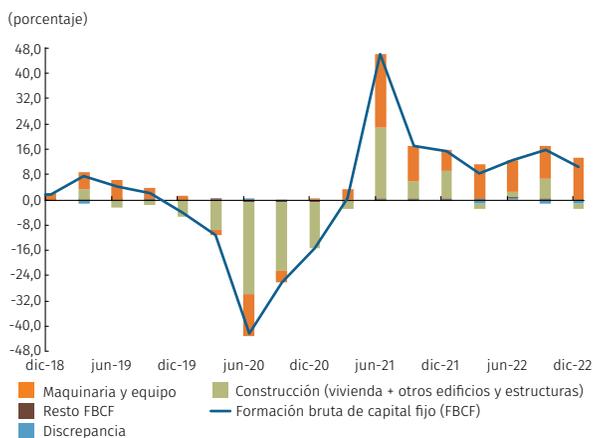


a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

res, los segmentos de bienes durables y semidurables mostraron variaciones negativas en términos anuales y trimestrales, mientras que el de bienes no durables y el de servicios crecieron en el margen, aunque moderándose en términos de sus variaciones anuales. La desaceleración del consumo privado se dio en un contexto de tasas de interés reales altas, de niveles de confianza bajos y del agotamiento del ahorro de las familias acumulado durante la pandemia, el cual sostuvo buena parte de la recuperación del consumo durante 2021 y 2022. Por otro lado, en el cuarto trimestre el consumo público registró una caída anual y trimestral significativa (del 4,8% y 5,1%, respectivamente), explicada, en especial, por el menor pago de recobros y medicamentos, así como por menores compras de vacunas contra el covid-19.

La inversión total también registró una desaceleración, pero manteniendo tasas anuales de crecimiento de dos dígitos y alcanzando niveles altos. Durante el cuarto trimestre la formación bruta de capital aumentó de nuevo en niveles con respecto al trimestre anterior, aunque su crecimiento anual se moderó de forma significativa (Gráfico 3.10). El impulso trimestral fue posible por el aumento de la inversión en maquinaria y equipo, que presentó un desempeño superior al esperado, con una expansión trimestral del 6,2% y anual del 31,3%. Por su parte, la inversión en construcción registró un comportamiento modesto, con decrecimientos tanto en el componente de vivienda como en el de otros edificios y estructuras. En el primer caso, pese a que el crecimiento anual fue relativamente bajo (3,6%), los niveles siguieron siendo superiores a los de prepandemia (véase el Recuadro 1). En el segundo caso se presentó, incluso, una disminución anual (-8,3%), asociada sobre todo con la debilidad de las obras civiles, la cual se mantuvo durante todo el año.

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

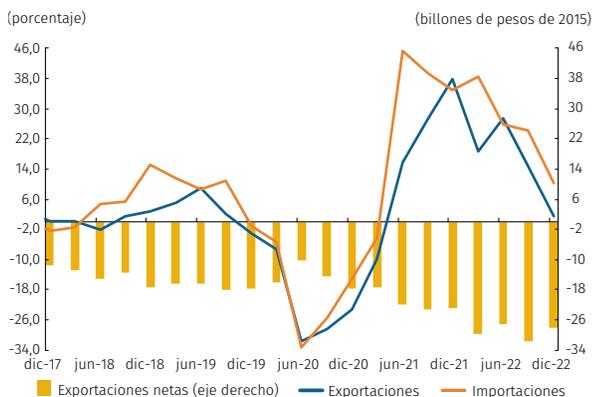


a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el cuarto trimestre se observó una importante reducción de las importaciones en pesos reales, mientras que las exportaciones continuaron expandiéndose gradualmente. La desaceleración de la demanda interna, observada sobre todo en menores niveles de consumo, se tradujo en una caída trimestral considerable de las importaciones durante el cuarto trimestre (-5,3%). No obstante, la tasa de crecimiento anual de este componente continuó siendo alta (10,1%), aunque se moderó respecto a la de trimestres anteriores. La caída de las importaciones estuvo explicada, principalmente, por las menores compras de bienes de capital y de consumo durable. En contraste, las exportaciones sostuvieron niveles cercanos a los del tercer trimestre, impulsadas sobre todo por las ventas externas de manufacturas y las de servicios. Sin embargo, este crecimiento se vio contrarrestado por los retrocesos de las exportaciones de bienes básicos, como carbón y café. Con todo lo anterior, en el cuarto trimestre se registró un déficit comercial en pesos constantes algo menor que el observado en el tercer trimestre (Gráfico 3.11), pese a lo cual su aporte a la variación anual del PIB siguió siendo negativo.

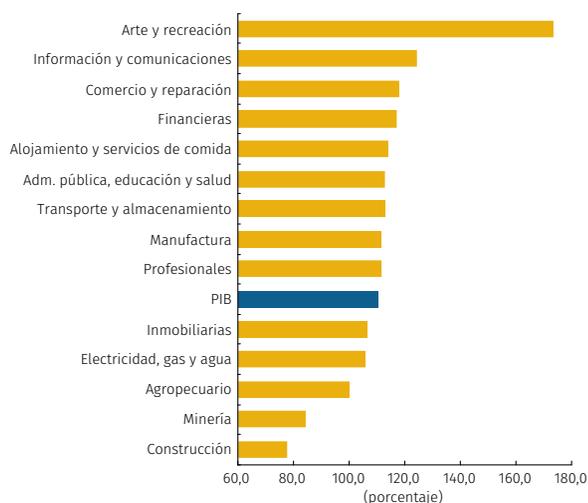
Por el lado de la oferta, con excepción de las actividades artísticas y de entretenimiento, todas las ramas del PIB presentaron una desaceleración en el crecimiento anual. En el cuarto trimestre de 2022 las actividades terciarias continuaron

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



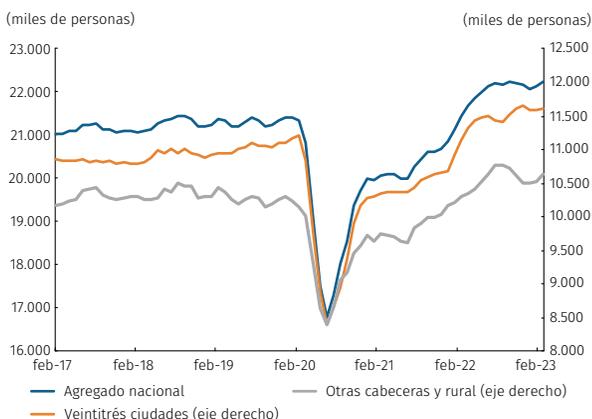
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.12
Niveles sectoriales de valor agregado del cuarto 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.

siendo las más dinámicas, con una expansión anual del 4,3%. Este comportamiento estuvo explicado, principalmente, por el sólido desempeño del sector artístico y de entretenimiento (40,2%), dado el auge de los juegos en línea y las apuestas deportivas. Igualmente, por la dinámica del sector financiero y de seguros (8,4%), y por las actividades de información y comunicaciones (6,3%). Las actividades secundarias tan solo crecieron un 1,6%, en medio de un importante retroceso anual en el segmento de obras civiles y una moderación en el crecimiento anual de la industria manufacturera. En contraste, el sector primario continuó mostrando una tendencia negativa de crecimiento (-3,2%), dado el bajo desempeño de las actividades agrícolas, afectadas, entre otros factores, por la ola invernal que habría golpeado en particular al café, así como a algunos otros cultivos. El comportamiento del sector primario también se afectó por el muy bajo crecimiento en la extracción de carbón y petróleo, sectores que al cuarto trimestre exhibían niveles muy inferiores a los de prepandemia (Gráfico 3.12). Cabe señalar que, si bien la mayoría de las ramas productivas registraron crecimientos anuales, estos fueron menores que los observados en trimestres pasados.

3.3 Mercado laboral²⁰

La información más reciente del mercado laboral muestra que la expansión anual del empleo continúa moderándose, y que sus niveles se mantienen relativamente estables. En el trimestre móvil terminado en febrero, los resultados de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) muestran un crecimiento anual del empleo del 3,6%, que corresponde a 768.000 nuevos puestos de trabajo. Sin embargo, en los últimos meses la ocupación se ha mantenido estable²¹, con un empleo en el área rural que muestra señales de recuperación, luego de la caída observada en la segunda mitad de 2022 y un empleo en el área urbana que ha dejado de crecer. En particular, entre enero y febrero la variación del empleo promedio en los dominios rural y urbano fue del 0,9% y del 0,1%, respectivamente (Gráfico 3.13). Por sectores, el crecimiento anual del empleo para el trimestre móvil terminado en febrero estuvo impulsado, en mayor medida, por el buen desempeño de las ramas de comercio y alojamiento, transporte y comunicaciones, y manufacturas, que en conjunto aportaron 2,3 pp a la variación anual total del empleo. Por otra parte, finanzas y construcción presentaron contracciones anuales, mientras que administración pública, salud y educación, así como el sector agropecuario se mantuvieron estables.

En los últimos meses se ha dado un comportamiento dispar en el empleo por posición ocupacional. En febrero, con datos en trimestre móvil, el segmento asalariado jalonó la creación

20 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>

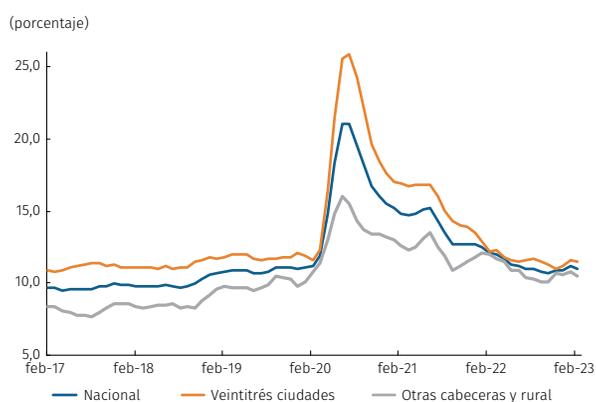
21 Consistente con el comportamiento del empleo, la tasa de ocupación (TO) se mantiene estable para el total nacional (56,5%). Por su parte, la TO exhibió señales de crecimiento en el área rural (55,4%), mientras que en el área urbana permaneció estable (57,6%).

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.

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.

anual de empleo en el agregado nacional, principalmente por cuenta del empleo privado²². Sin embargo, en este periodo, respecto a enero, el empleo asalariado se mantuvo estable, mientras que el no asalariado creció un 1,4% (Gráfico 3.14). Otras fuentes de información de empleo asalariado y formal, como las cotizaciones a pensión en la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA) y los registros de afiliados a cajas de compensación familiar (CCF), confirman la estabilización del empleo asalariado. El crecimiento del empleo no asalariado e informal, junto con la estabilidad del segmento formal, ha llevado a aumentos de la tasa de informalidad en los últimos meses. En el trimestre móvil terminado en febrero, este indicador se ubicó en el 57,4% para el agregado nacional, aunque sigue situándose en niveles que son históricamente bajos.

La tasa de desempleo (TD) del agregado nacional corrigió en febrero los ligeros aumentos que había registrado en los últimos meses.

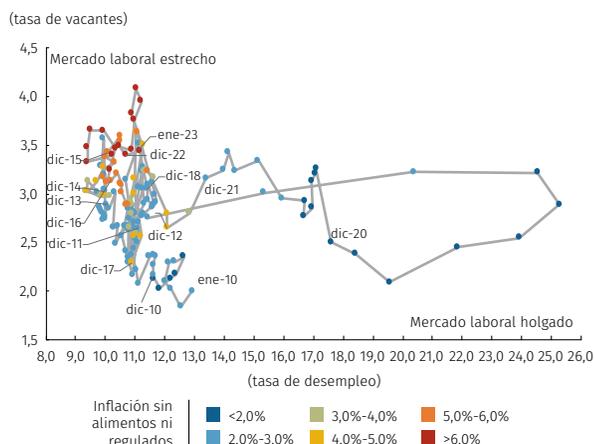
En febrero la serie de la TD nacional en trimestre móvil se ubicó en un 11,0%, y revirtió la tendencia ascendente que traía desde octubre de 2022. Por dominios geográficos, esta corrección se debió, principalmente, a un retroceso de la TD rural, que se ubicó en 10,4% (Gráfico 3.15). En el dominio urbano esta se mantuvo relativamente estable (11,5%), pero con importantes heterogeneidades entre las principales ciudades. Aquellas con mayores reducciones anuales de la TD fueron Tunja (-5,2 pp), Santa Marta (-4,9 pp) y Popayán (-4,9 pp); en contraste, los principales incrementos se registraron en Quibdó (7,1 pp), Ibagué (4,9 pp), Armenia (4,6 pp) y Riohacha (2,1 pp). En cuanto al desempleo por género, se observa una mayor estabilidad en el indicador de mujeres que en el de hombres, último grupo en el cual el desempleo había registrado aumentos en el último trimestre del año anterior, los cuales se revirtieron en febrero. Así, en aquel mes la brecha de género, luego de varios meses de corrección, aumentó y se ubicó en 5 pp, niveles similares a los previos a la pandemia.

Los indicadores de demanda laboral formal han permanecido estables, lo que, junto con el comportamiento del desempleo, sugiere que el mercado laboral estaría reduciendo su estrechez.

Los índices de vacantes, obtenidos a partir de avisos clasificados a enero y de las contrataciones implícitas de la GEIH y la PILA, a enero y diciembre, respectivamente, detuvieron sus caídas observadas en los últimos meses de 2022. Por su lado, el índice calculado a partir de las ofertas en el Servicio Público de Empleo (SPE), disponible a diciembre, continuó contrayéndose. Los comportamientos mixtos de los índices de vacantes sugieren una relativa estabilidad en la creación de empleo formal. Esto se confirma a partir de las expectativas de contratación provenientes de la *Encuesta de expectativas* del Banco de la República, la cual al cuarto trimestre de 2022 señala un balance similar al del trimestre anterior entre quienes planean aumentar y disminuir la planta de personal en el corto plazo. El comportamiento de la TD en el dominio urbano y los niveles relativamente altos de las tasas de vacantes muestran, a la

22 En febrero, con datos en trimestre móvil, el empleo asalariado registró un crecimiento del 7,2% y el no asalariado del 0,5%.

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.

Cuadro 3.1
Tasas de interés promedio mensual (porcentaje)

	Sep-21	Dic-21	Jun-22	Dic-22	Mar-23
Interbancarias					
TPM	1,75	2,70	6,00	11,48	12,76
TIB <i>overnight</i>	1,79	2,73	6,06	11,47	12,62
IBR <i>overnight</i>	1,77	2,72	6,02	11,46	12,63
IBR a 1 mes	1,93	2,96	6,77	11,81	12,90
IBR a 3 meses	2,27	3,36	7,78	12,11	13,02
IBR a 6 meses	2,76	3,97	8,71	12,33	13,02
IBR a 12 meses			9,78	12,20	12,53
Captación					
Ahorros	0,97	1,19	2,83	5,72	7,10
DTF 90 días	2,05	3,08	7,72	13,42	13,31
CDT a 180 días	2,45	3,71	8,40	15,58	13,99
CDT a 360 días	3,16	5,10	10,75	17,08	14,52
CDT > 360 días	3,68	7,14	14,37	19,15	14,59
Crédito					
Preferencial	4,98	6,00	10,82	18,57	18,53
Ordinario	7,34	8,18	12,62	19,27	20,69
Compra vivienda no VIS	9,06	9,40	12,01	17,22	18,58
Compra vivienda VIS	10,98	11,55	13,68	17,00	17,15
Consumo sin libranza	17,09	17,51	23,08	31,23	34,60
Consumo con libranza	11,23	11,65	13,83	19,45	19,99
Tarjeta de crédito	23,49	24,47	28,02	39,01	41,18

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

luz de la curva de Beveridge²³ (Gráfico 3.16), un mercado laboral que continúa estrecho y, por tanto, estaría aun generando presiones inflacionarias. Sin embargo, la estabilidad reciente de las vacantes y de las expectativas de contratación señalarían que la estrechez podría empezar a ceder durante 2023. Finalmente, a enero la información de ingresos laborales de la encuesta de hogares muestra que los índices de ingreso nominal siguen ajustándose anualmente al alza, pero, en el caso del segmento asalariado, que es de ingresos nominales más rígidos, lo estarían haciendo a un menor ritmo que la inflación observada. Así, la mediana de los ingresos reales de los trabajadores asalariados cae anualmente un 2,4 %, en contraste con la de los no asalariados, que aumenta un 6,3 %.

3.4 Mercado financiero y monetario

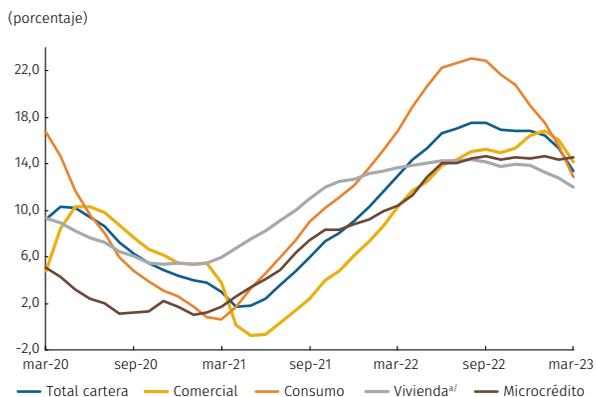
En el primer trimestre la desaceleración del crédito se acentuó y la tendencia creciente de las tasas de interés de los depósitos y de algunas modalidades de préstamos se detuvo (Cuadro 3.1). Este comportamiento se dio en un entorno de unas condiciones financieras externas e internas algo más apretadas, pero con menores expectativas de ajustes significativos en las tasas de interés de política monetaria. También, de primas de riesgo país en niveles altos, de incrementos en la mora de la cartera y de mayores exigencias para otorgar crédito por parte de las entidades financieras en Colombia. En los mercados monetario, de depósitos y de crédito las tasas de interés aumentaron hasta febrero y en algunos de ellos se registraron descensos en marzo. Los establecimientos de crédito registraron una desaceleración en sus utilidades con niveles de solvencia superiores a los exigidos por la regulación.

El crédito en moneda nacional registró una menor dinámica, principalmente los préstamos destinados al consumo (Gráfico 3.17). La moderación del crédito de consumo, que se venía observando desde finales de 2022, continuó en el primer trimestre y también se registró en otras modalidades de crédito. Esta desaceleración se ha dado en un entorno de tasas de interés de crédito altas, de una deuda y carga financiera de los agentes que ha aumentado, de un deterioro en los indicadores de mora, y de incrementos en las exigencias de los establecimientos financieros para otorgar préstamos. En marzo, el crecimiento anual de la cartera en moneda nacional fue del 13,4 % (2,2 % real²⁴), menor en 3,4 pp frente a lo registrado en diciembre. Este comportamiento fue liderado por la cartera de consumo, que entre diciembre y marzo registró una leve caída en su nivel y una desaceleración en su crecimiento anual del 19,0 % al 12,8 % (1,3 % real). Los préstamos para compra de vivienda registraron una desaceleración más lenta, desde el 13,9 % al 12,0 % (0,4 % real), afectados en especial por la menor dinámica de los créditos dirigidos al segmento de interés social (VIS). Con relación a los préstamos comerciales, estos se incrementaron un 14,2 % anual en marzo (3,4 %, real), cifra

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

24 Deflactado con el IPC sin alimentos.

Gráfico 3.17
Cartera bruta en moneda nacional
 (variación anual, datos promedios mensuales)

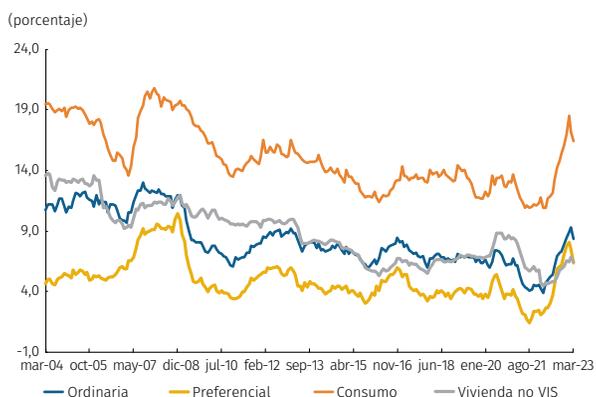


a/ Vivienda ajustada: cartera bancaria más titularizaciones.
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

inferior al 16,4% de diciembre. El crédito comercial en dólares otorgado por los bancos nacionales registró una leve recuperación, con un 4,7% de crecimiento anual en marzo, mientras que los bonos colocados en el mercado nacional se contrajeron un 5,4%. Finalmente, la modalidad de microcrédito mostró un ligero aumento del crecimiento anual, al pasar del 14,4% al 14,6% (2,9%, real) entre diciembre y marzo, respectivamente.

En marzo se detuvo la tendencia creciente de las tasas de interés nominales y reales de los depósitos a plazo y de algunas de crédito (Cuadro 3.1). En el primer trimestre la JDBR redujo la magnitud de los aumentos de la tasa de interés de política monetaria (TPM) (75 pb en enero y 25 pb marzo) y a marzo la situó en el 13,0%. En el mercado monetario (tasa interbancaria: TIB, e índice bancario de referencia: IBR), las tasas de interés con plazos menores a seis meses se han ajustado al mismo nivel de la TPM, mientras que la IBR a doce meses se situó en marzo, en promedio, 60 pb por debajo. Este comportamiento sugiere expectativas de estabilidad en la TPM en los próximos meses y probables reducciones desde el último trimestre del año. Por el lado de las captaciones bancarias, las tasas de interés de los depósitos de ahorro aumentaron y alcanzaron el 7,1%, mientras que las tasas de interés de los CDT, única fuente de crecimiento de los depósitos desde el año anterior, disminuyeron en marzo y se situaron por debajo de las observadas en diciembre de 2022. Los menores costos en las captaciones por CDT habrían contribuido al descenso de algunas tasas de interés de crédito. En efecto, en marzo se registraron descensos frente a febrero en las tasas de interés para créditos comerciales ordinarios y preferenciales, para compra de VIS y para consumo con libranza. Adicionalmente, en marzo se moderaron los incrementos de las tasas de interés de los préstamos dirigidos a consumo sin libranza, compra de no VIS y tarjetas de crédito. En términos reales, los niveles de las tasas de interés comerciales y de consumo descendieron, pero se mantienen por encima del promedio calculado desde 2003, mientras que la tasa para la compra de vivienda disminuyó y permanece por debajo de su promedio (Gráfico 3.18).

Gráfico 3.18
Tasas reales de interés del crédito
 (datos promedio mensual deflactados con el IPC sin alimentos)

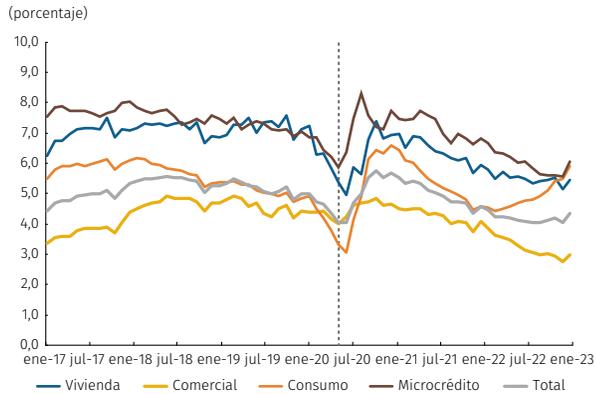


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Los establecimientos de crédito registran niveles adecuados de solvencia y unas utilidades que se han desacelerado. Con información a enero de 2023, los indicadores de solvencia básica y por riesgos fueron 14,5% y 18,2%, respectivamente, lo que constituye un margen significativo con relación a los mínimos requeridos del 4,5% y 9,0%. El monto de utilidades a diciembre (COP16,2 b) resultó muy cercano a las del año anterior (COP16,1 b), pero menor al calculado a mitad de 2022 (COP20,5 b)²⁵. Estas utilidades se registraron después de cubrir la materialización de riesgo, particularmente del crédito de consumo, cuya mora aumentó entre diciembre de 2021 y enero de 2023 del 4,5% al 5,9%. En enero las demás modalidades registraron incrementos en la mora de 49 pb para el microcrédito, de 28 pb para la cartera de compra de vivienda y de 22 pb para los préstamos comerciales (Gráfico 3.19). Por su parte, los

25 Tomando una ventana acumulada de doce meses.

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



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

resultados de los ejercicios de estrés financiero²⁶ calculados con información hasta diciembre de 2022, que simulan deterioros extremos en el contexto macroeconómico, continúan revelando que el patrimonio de los establecimientos asimilaría los choques, cumpliendo con la solvencia requerida para seguir operando.

26 Véase las secciones de los “Ejercicios de sensibilidad”, incluidos en los *Reportes de Estabilidad Financiera* publicados por el Banco de la República <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-estabilidad-financiera>

Recuadro 1

Evolución reciente y perspectivas del mercado de vivienda en Colombia

Nicol Rodríguez
Corina Hernández*

En los dos últimos años se registró un buen dinamismo en el mercado inmobiliario, que se reflejó en niveles históricamente altos de lanzamientos, ventas e iniciaciones de vivienda. Lo anterior resultó en un aumento en la inversión en vivienda, particularmente a partir del tercer trimestre de 2022, que contribuyó a la recuperación de la inversión total en la economía colombiana tras la pandemia del Covid-19. Esto estuvo generado, en parte, por las medidas de política fiscal y monetaria expansivas implementadas para impulsar la recuperación de la actividad económica en el país.

Sin embargo, en los últimos meses el mercado de la vivienda ha venido registrando señales que sugieren un cambio en la tendencia de la inversión en vivienda hacia adelante, ante una reducción importante de las ventas e indicios de desaceleración en la generación de oferta futura. Lo anterior, en medio de una moderación de los factores que habrían impulsado el buen desempeño del mercado en años anteriores, de menores niveles de confianza y mayores valores de deuda de las familias, de un fuerte aumento en los costos de construcción, de mayores costos de financiación y, en general, de un proceso de ajuste macroeconómico que requiere la economía colombiana para que la inflación retorne a su meta y el producto y el balance externo se sitúe en niveles sostenibles.

1. Mercado de vivienda, 2020-2022

Desde el segundo semestre de 2020 y hasta mediados de 2022 el mercado de la vivienda nueva presentó incrementos importantes en ventas, impulsado por factores asociados con la recuperación de la actividad económica tras la pandemia. Así, factores como la amplia oferta de subsidios, condiciones financieras holgadas, y la disponibilidad de un ahorro de los hogares que a finales de 2020 y durante 2021 ayudó a financiar el gasto por demanda represada, explicarían una parte importante de la alta dinámica del mercado de vivienda. En 2021 las ventas alcanzaron un máximo histórico de 238.000 unidades, que superó en alrededor de un 37 % lo registrado en 2019. Este resultado estuvo jalonado tanto por el segmento de la vivienda de interés social (VIS) como de la diferente a interés social (no VIS).

Los subsidios a la adquisición de vivienda habrían sido uno de los factores más relevantes para el buen comportamiento de las ventas, pues en el marco del plan de reactivación Compromiso por Colombia de 2020 se expandió el programa Mi Casa Ya para la compra de vivienda de hogares con ingresos bajos. Como resultado de esta política, en 2021 y 2022 se vio un incremento significativo en el número de subsidios asignados¹, pasando de alrededor de 30.000 en 2019 a más de 65.000 en este periodo. En el caso del segmento no VIS, el subsidio del programa del Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (Frech)², entregado hasta 2022, habría soportado principalmente el incremento de las

* Las autoras pertenecen al Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Las opiniones son responsabilidad de las autoras y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Dentro del plan de reactivación, en mayo de 2020 se anunció la disponibilidad de 200.000 subsidios entre 2020 y 2022: 100.000 para VIS y 100.000 para no VIS. De acuerdo con cifras del Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio, en 2020 y 2021 el número de subsidios asignados del programa Mi Casa Ya aumentó en más de un 100 % frente a lo dispuesto en 2019.

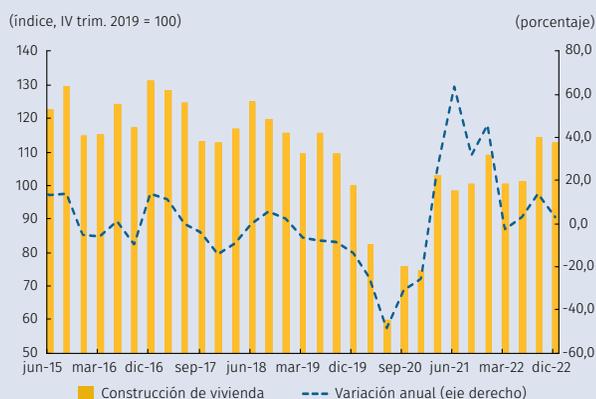
2 Este subsidio se entregó a compradores de vivienda nueva con un crédito hipotecario o *leasing* habitacional ya aprobado. El subsidio se plantea como una cobertura a la tasa de interés pactada para viviendas con un precio de máximo 500 SMMLV.

ventas de vivienda terminada. A esto se sumaron unas condiciones financieras holgadas, en medio de tasas de interés para la adquisición de vivienda que alcanzaron un mínimo histórico a mediados de 2021, reflejo de una política monetaria expansiva y una amplia disponibilidad de crédito para esta modalidad.

La oferta de vivienda habría respondido a la mejor dinámica de las ventas, tanto en el segmento VIS, mediante una mayor oferta nueva, como en el de la no VIS, a través del uso de inventarios acumulados en años anteriores y el impulso a lanzamientos de nuevos proyectos. El aumento de la oferta nueva de VIS se evidenció en cifras históricamente altas de iniciaciones y lanzamientos en el primer semestre de 2022, las cuales registraron niveles de hasta un 30% superiores a lo observado en la prepandemia. Por su parte, en el segmento no VIS la acumulación de inventarios que se venía registrando desde 2015³, junto con la recuperación de los lanzamientos y las iniciaciones de proyectos, respaldaron el aumento de las ventas durante 2021. Cabe mencionar que la respuesta de la oferta se dio en un contexto de costos crecientes para la construcción. De acuerdo con el índice de costos de la construcción de edificaciones (Icced) residenciales del DANE, los costos registraron fuertes ajustes, pasando de crecimientos anuales del 5,3% en abril de 2021 a valores cercanos al 10% a mediados de 2022.

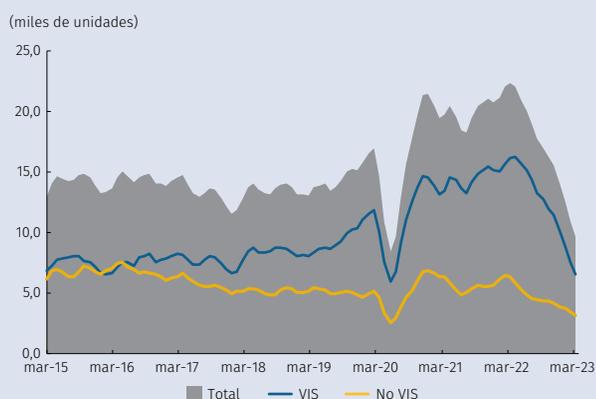
El desempeño favorable del mercado de la vivienda habría contribuido a que, en 2022, la inversión en vivienda se ubicara por encima de los niveles observados en la prepandemia. En particular, en el cuarto trimestre de dicho año este componente de la demanda registró un crecimiento anual del 12,8% y 3,6% frente al mismo trimestre en 2019 y 2021, respectivamente (Gráfico R1.1). El comportamiento de las ventas y la oferta de vivienda habría permitido un relativo balance en el mercado, lo que se reflejó en que los precios reales de la vivienda nueva⁴ (2,1%) y usada⁵ (3,7%) no mostraran incrementos significativos⁶ en 2021. A esto último también habría contribuido el límite legal a los precios de venta del segmento VIS⁷, el cual registró los mayores niveles de ventas.

Gráfico R1.1
Valor agregado de la construcción de vivienda^{a/}



a/ Serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos de las autoras.

Gráfico R1.2
Ventas de vivienda por segmentos^{a/}



a/ Promedio trimestral de las unidades de proyectos que se vendieron en 13 regionales.
Fuente: Camacol; cálculos de las autoras.

2. Desaceleración reciente del mercado de la vivienda

A partir de la segunda mitad de 2022, algunos indicadores del mercado inmobiliario sugieren que la inversión en vivienda se moderaría hacia adelante. En efecto, desde agosto de 2022 las ventas han registrado contracciones anuales que se han acentuado en meses recientes (Gráfico R1.2), explicadas tanto por la dinámica del segmento VIS como del no VIS. Lo anterior ocurrió en medio de un aumento de la carga financiera y de la deuda de los hogares, de menores niveles de confianza, de mayores niveles de riesgo país y de tasa de cambio, y en presencia de ajustes al alza en la tasa de interés de política mone-

- El sector de la construcción de vivienda registró un buen dinamismo durante principios de la década pasada, apalancado en los altos precios internacionales del petróleo y el aumento del ingreso nacional. Con la reducción de la cotización del crudo desde 2013, las ventas de este activo se contrajeron significativamente y el sector, en particular el segmento no VIS, mostró altos índices de acumulación de inventarios en los años siguientes. Esto último también habría resultado en una reducción significativa de los indicadores de generación de oferta nueva.
- Se toma como referencia el índice de precios reales de la vivienda nueva (IPVN) del DANE.
- Se toma como referencia el índice de precios reales de la vivienda usada (IPVU) del Banco de la República.
- Véase el Recuadro 1: Comportamiento reciente del mercado de vivienda del *Informe de Política Monetaria* de abril 2022.
- El precio de venta de una unidad VIS se puede ubicar en un rango entre 130 y 150 SMMVL.

taria en un entorno de elevada inflación, aumentos en los costos de construcción que pueden haberse trasladado a los precios de venta, y una fuerte dinámica de la demanda agregada, principalmente la dirigida al consumo de bienes y servicios.

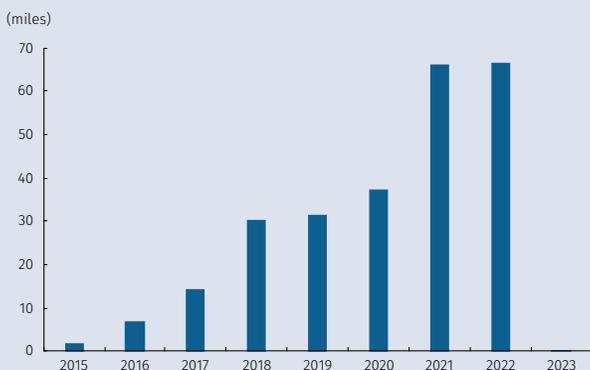
La tendencia a la baja de las ventas estaría asociada con el agotamiento de los factores que impulsaron el mercado entre 2021 y mediados de 2022. En primer lugar, la incertidumbre sobre la continuidad de los programas de subsidios a la adquisición de vivienda y la finalización de algunos de ellos habrían moderado la intención de compra de los hogares. En el caso del segmento VIS, la finalización anticipada de los subsidios del programa Mi Casa Ya para 2022⁸ y los cambios anunciados en los requisitos de acceso a los beneficiarios⁹ explicarían, en buena medida, las menores ventas¹⁰ (Gráfico R1.3, panel A). Con respecto al segmento no VIS, la finalización del programa del Frech en 2022 habría reducido los incentivos a la compra de vivienda en este segmento. Además, en un entorno de alta inflación y con la presencia de excesos de demanda en la economía colombiana, la política monetaria se ha venido ajustado con incrementos en su tasa de interés¹¹ para garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el mediano plazo. Este ajuste requerido de la tasa de interés de intervención se ha reflejado, a su vez, en un incremento de los costos de endeudamiento para la adquisición de vivienda¹², los cuales podrían haber incidido en la decisión de compra de vivienda de los hogares y el consiguiente aplazamiento de esta decisión (Gráfico R1.3, panel B). Asimismo, eso habría implicado un aumento en la carga financiera de los hogares limitando la capacidad de endeudamiento para la compra de vivienda.

Por su parte, las ventas del segmento no VIS podrían también haberse afectado por el aumento reciente en la preferencia por activos externos por parte de residentes y no residentes¹³, en un entorno de mayor percepción de riesgo del país, que se ha reflejado en un incremento de la prima de riesgo para Colombia (medida a través del CDS a cinco años). Lo anterior, por cuanto la vivienda puede entenderse también como un activo de inversión que puede verse afectado por las decisiones de recomposición de portafolio ante condiciones cambiantes en el mercado. Por otra parte, la reforma tributaria aprobada habría generado menores incentivos a la compra de vivienda, al reducir el tope de la deducción tributaria por pagos de intereses de

Gráfico R1.3

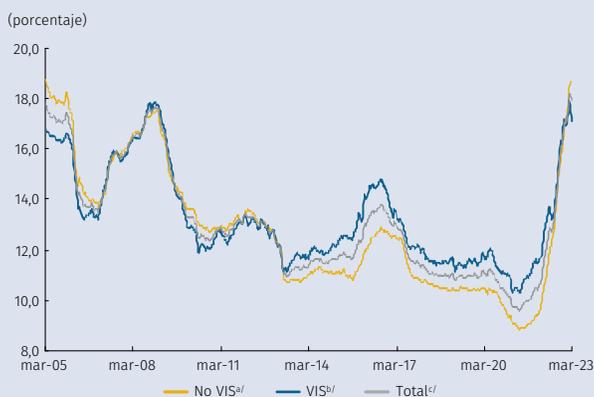
Factores que afectan a la demanda por vivienda

A. Número de subsidios asignados por el programa Mi Casa Ya



Nota: información a la primera semana de abril de 2023.
Fuente: Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio; cálculos de las autoras.

B. Tasas de interés para la adquisición de vivienda por segmentos



Nota: información al 31 de marzo de 2023.
a/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolsos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda no VIS. Adicionalmente, los datos son suavizados mediante un promedio móvil de 4 semanas.
b/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolsos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda VIS. Adicionalmente, los datos son suavizados mediante un promedio móvil de 4 semanas.
c/ Corresponde al promedio simple entre las tasas de interés de adquisición VIS y no VIS.
Fuente: Superintendencia Financiera; cálculos de las autoras.

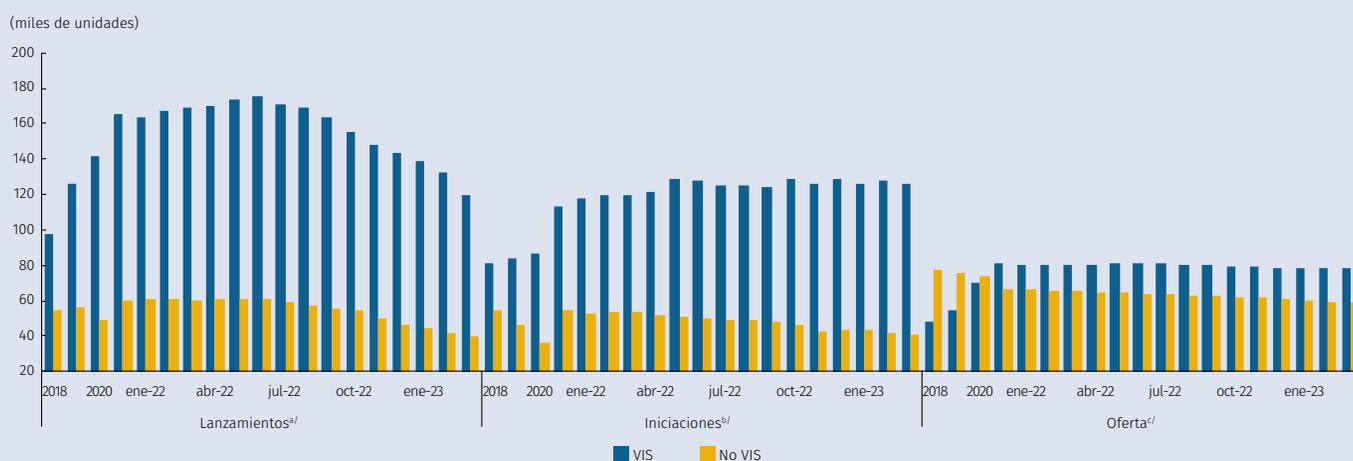
- 8 De acuerdo con el Ministerio de Vivienda, a septiembre de 2022 se asignaron 65.000 subsidios: 41.800 contaban con financiación con la vigencia de ese año y 23.000 subsidios adicionales tuvieron que ser respaldados con presupuesto de 2023. Véase: <https://minvivienda.gov.co/sala-de-prensa/comunicado-mi-casa-ya>
- 9 Bajo el nuevo Gobierno, el programa Mi Casa Ya estaría focalizado en los hogares más vulnerables y ubicados en las zonas rurales del país. De acuerdo con el Decreto 490 del 4 de abril de 2023, los interesados del subsidio a la cuota inicial de hasta treinta SMMLV y a la tasa de interés de hasta 5 pp, deberán cumplir los siguientes requisitos: 1) no ser propietarios de una vivienda en el territorio nacional; 2) no podrán haber sido beneficiarios de algún subsidio a la adquisición de vivienda, y 3) deberán contar con una clasificación de A1 a D20 en el Sisbén IV. Las anteriores condiciones resultarían en un cambio en la ubicación de la demanda, dado la priorización de las zonas rurales del país, lo cual daría lugar a un periodo de transición mientras la oferta destinada a los nuevos beneficiarios empieza a generarse.
- 10 En la segunda semana de abril de 2023, MinVivienda habilitó la asignación de nuevos subsidios. Lo anterior contrasta con que, en 2022 (a marzo), se habían entregado alrededor de 19.000 subsidios.
- 11 Desde septiembre de 2021 la Junta Directiva del Banco de la República ha incrementado la tasa de política monetaria desde un mínimo del 1,75% hasta el 13,25% en abril de 2023.
- 12 Los cuales se han ubicado en máximos históricos en los últimos dieciocho años.
- 13 En 2022 y en lo corrido de 2023 a marzo, la inversión colombiana (tanto directa como de portafolio) en activos extranjeros ha incrementado de forma significativa, considerando que en 2018 y 2019 se observó, por el contrario, entradas de capital por este concepto.

vivienda y los beneficios tributarios por ahorro en pensiones voluntarias y cuentas AFC¹⁴. A lo anterior se sumarían unas condiciones financieras más restrictivas en el otorgamiento de nuevos créditos para la adquisición de vivienda, en medio de un incremento en el indicador de calidad por mora¹⁵. Además, no se descarta un posible efecto sobre la demanda de vivienda del fenómeno reciente de emigración¹⁶.

De la mano de las menores ventas de vivienda nueva, los indicadores de generación de oferta futura también han mostrado reducciones. Con información a marzo de 2023, los lanzamientos de vivienda presentaron contracciones anuales importantes frente a niveles históricamente altos. Con respecto a las iniciaciones, el segmento no VIS ha registrado variaciones anuales negativas desde mediados de 2022, que han explicado las reducciones en el mercado total (Gráfico R1.4), mientras que el segmento VIS se ha mantenido estable en niveles elevados, soportados en las ventas de años anteriores. Aquello se ha dado en un entorno de costos de construcción que se mantienen elevados, como se refleja en incrementos anuales del Icced residencial, cercanos al 14% en meses recientes (Gráfico R1.5, panel A). Esto podría haber llevado a que algunos constructores paralizaran la ejecución de sus obras o aplazaran fechas de entrega. Además, el incremento de las tasas de interés para la construcción de vivienda, que se ubicaron en niveles de alrededor del 18% en marzo de 2023, también estarían moderando hacia adelante el ritmo de generación de oferta futura en el sector (Gráfico R1.5, panel B) en un contexto de reducción de las ventas y poco margen de transmisión de los costos a los precios de la vivienda.

La desaceleración del ritmo del mercado se ha reflejado en un aumento de los tiempos de colocación de la oferta disponible. Tanto en el segmento VIS como no VIS, el ritmo de rotación ha alcanzado niveles por encima de lo observado a lo largo de 2019, a pesar de las reducciones de los ritmos de generación de oferta nueva en el margen. En el caso de la VIS, a lo anterior se suma el incremento de los desistimientos¹⁷, que estaría contribuyendo a una acumulación de inventarios en dicho segmento y podría conducir a un replanteamiento de

Gráfico R1.4
Lanzamientos, iniciaciones e inventario de oferta de viviendas por segmentos



a/ Acumulado doce meses de las unidades de proyectos que iniciaron ventas en 13 regionales.

b/ Acumulado doce meses de las unidades de proyectos que iniciaron construcción en 13 regionales.

c/ Promedio doce meses de las unidades de proyectos o etapas que se encuentran disponibles en el mercado para ser vendidas en 13 regionales.

Fuente: Camacol; cálculos de las autoras.

14 Con la reforma tributaria se redujo el tope de la deducción de 5.040 UVT a 1.210 UVT por pagos de intereses por vivienda, aportes a AFC y AVC, dependientes, entre otros.

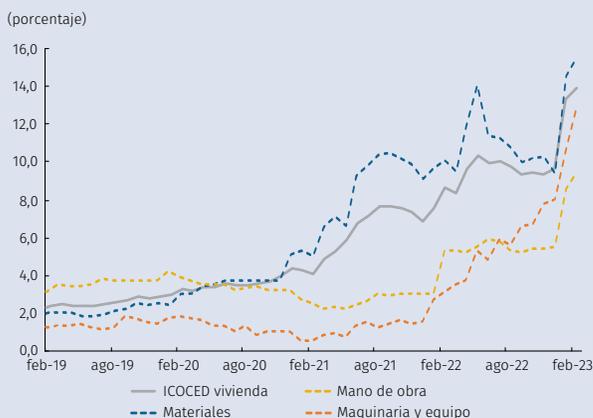
15 El indicador de calidad por mora (ICM) se calcula como la relación entre el saldo de la cartera vencida (créditos con mora mayor a treinta días) y el de la cartera bruta.

16 En 2022 se registró la salida neta de más de 500.000 colombianos del territorio nacional.

17 De acuerdo con cifras de La Galería Inmobiliaria, los desistimientos de vivienda fueron más del 20% y 25% de las ventas brutas de vivienda en 2022 y en lo corrido de 2023 a marzo, respectivamente. En 2019 y 2020 este indicador tomó valores entre 15 y 18%. Los desistimientos podrían originarse, por el lado de la oferta, en la depuración de cartera o problemas de costos y, por el lado de la demanda, en dificultades en el cierre financiero ante falta de capacidad de pago del crédito o ausencia de subsidios. Los factores de demanda habrían sido importantes en meses recientes.

Gráfico R1.5
Factores que afectan a la oferta de vivienda

A. Índice de costos de la construcción de edificaciones (Icoced) residenciales y algunos componentes (variaciones anuales)



Nota: el Icoced residencial fue empalmado con el índice de costos de la construcción de vivienda (ICCV) del DANE.
Fuente: DANE; cálculos de las autoras.

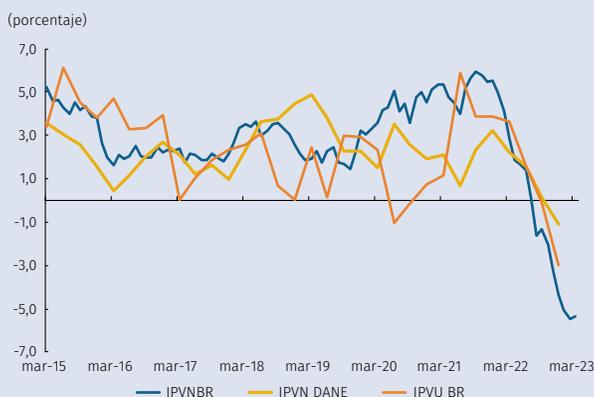
B. Tasas de interés para la construcción de vivienda por segmento



Nota: información al 31 de marzo de 2023.
a/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolsos en pesos y en UVR para la construcción de vivienda no VIS. Adicionalmente, los datos son suavizados mediante un promedio móvil de 4 semanas.
b/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolsos en pesos y en UVR para la construcción de vivienda VIS. Adicionalmente, los datos son suavizados mediante un promedio móvil de 4 semanas.
c/ Corresponde al promedio simple entre las tasas de interés de construcción VIS y no VIS.
Fuente: Superintendencia Financiera; cálculos de las autoras.

planes de inversión para la generación de oferta futura (aplazamiento y/o cancelación parcial de proyectos). En este contexto de menores presiones de demanda de vivienda, ajustes marginales de la oferta y una elevada inflación, los aumentos anuales de los precios reales de vivienda nueva y usada se desaceleraron desde inicios de 2022 y se ubicaron en terreno negativo a partir de finales de ese año (Gráfico R1.6). En específico, en el cuarto trimestre de 2022 la vivienda nueva observó reducciones anuales del 1,1%¹⁸, y la vivienda usada del 3,0%.

Gráfico R1.6
Precios reales de la vivienda en Colombia (variaciones anuales)



Nota: los precios reales de la vivienda nueva se miden a través del IPVN del DANE con cobertura de 53 municipios y el IPVNBR del Banco de la República para Bogotá, Medellín, Cali y los municipios aledaños a Bogotá. Los precios reales de la vivienda usada se miden a través del IPVU del Banco de la República para Bogotá, Medellín, Cali y municipios aledaños a las dos primeras. Todos son deflactados con el IPC sin alimentos.
Fuentes: Banco de la República y DANE; cálculos de las autoras.

En síntesis, el deterioro reciente del sector estaría explicado por múltiples factores, como los menores incentivos y subsidios públicos, los mayores niveles de riesgo país, los bajos índices de confianza, condiciones financieras más apretadas, el aumento en los costos de financiación y en los costos de construcción, entre otros. Hacia adelante, parte de la recuperación de las ventas de vivienda estaría determinada por la forma en la que se definan las políticas de subsidios para la adquisición de vivienda, en particular lo relacionado con los recursos asignados a Mi Casa Ya y su focalización. A lo anterior se sumaría la evolución futura de la inflación y de las condiciones financieras para la adquisición de vivienda, así como de la dinámica de la actividad económica y el empleo. En la medida en que la inflación se modere y que las condiciones financieras resulten más favorables para la adquisición de vivienda, la demanda por este activo enfrentaría mejores condiciones para su recuperación. La reducción de los desbalances macroeconómicos que enfrenta el país (alta inflación, excesos de demanda, y una deuda pública y déficit externo elevados) contribuiría a reducir los niveles de riesgo del país, a mejorar los niveles de confianza, a tener tasas de interés de crédito de largo plazo más bajas y, en general, a tener mejores condiciones de financiamiento para la construcción y la compra de vivienda.

18 De acuerdo con el IPVN del DANE, deflactado con el IPC sin alimentos.

Recuadro 2

Evaluación del error de pronóstico macroeconómico en 2022

Sara Naranjo Saldarriaga
Nicolás Moreno Arias
Alexander Guarín López*

Luego de la pandemia generada por el covid-19, en 2022 la economía colombiana continuó con la fuerte recuperación y se expandió un 7,5% en el año, en un entorno de aumentos significativos de la inflación y una elevada incertidumbre internacional y local.

Los incrementos en el crecimiento y en la inflación, y en particular su magnitud, fueron resultado de choques sucesivos a lo largo del año que el equipo técnico del Banco de la República (ET-Banrep) identificó y posteriormente incluyó en la actualización de sus pronósticos en los distintos informes de 2022. Estos choques estuvieron asociados principalmente con problemas en la oferta global y local de alimentos materias primas y bienes¹, con mayores presiones cambiarias provenientes, en parte, de unas condiciones financieras externas más apretadas de lo esperado² y mayor a incertidumbre local reflejada en las primas de riesgo y a la fuerte dinámica de la demanda interna.

En este recuadro se utiliza el modelo 4GM, uno de los modelos centrales de pronóstico del Banrep³, para interpretar y comparar las historias de los choques implícitos en los errores de pronóstico, medidos como la diferencia entre los datos observados de variables macroeconómicas a finales de 2022, y las correspondientes proyecciones elaboradas por el ET-Banrep en enero del mismo año. Este análisis es similar al descrito en De Castro-Valde-rrama *et al.* (2021), y forma parte de la evaluación interna que realiza anualmente el Banrep sobre su proceso de pronóstico. A continuación, se presenta este ejercicio para la inflación anual total y sin alimentos ni regulados (SAR), y para el crecimiento del PIB.

1. Inflación total y SAR

Los errores de pronóstico en la inflación total y la inflación SAR (Gráfico R2.1) durante 2022 fueron altos y reflejaron los choques no anticipados que afectaron los precios a lo largo del año.

Los errores en las proyecciones de la canasta SAR se explican en especial por choques de oferta desfavorables, que se reflejan principalmente en una indexación a valores cada vez más altos de la inflación total y un aumento más alto de lo esperado en los precios de servicios turísticos y de las comidas fuera del hogar⁴. Estos últimos se incrementaron de manera sorpresiva y de acuerdo con el rápido aumento de los precios de la canasta de alimentos. Asimismo, se evidenciaron mayores presiones de demanda y presiones cambiarias, debido

* Los autores pertenecen al departamento de Modelos Macroeconómicos del Banco de la República; las opiniones aquí expresadas son de su exclusiva responsabilidad y no reflejan necesariamente las de la institución ni la de su Junta Directiva.

1 Las disrupciones en las cadenas globales de suministros siguieron siendo cruciales en 2022 y se acentuaron con la invasión de Rusia a Ucrania.

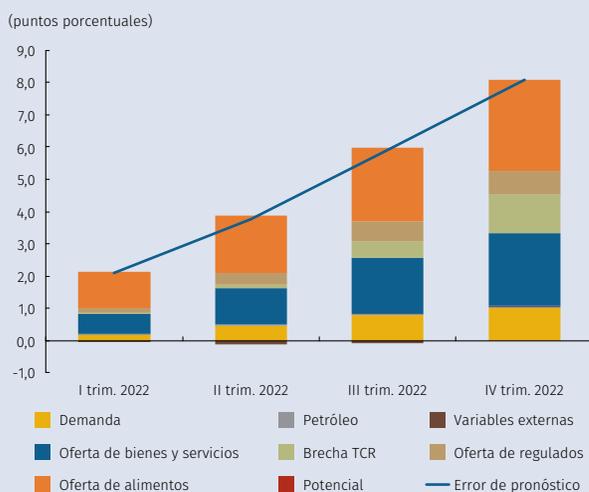
2 Estas condiciones financieras externas más apretadas vinieron por cuenta de una postura de política monetaria más restrictiva en los Estados Unidos, la mayor percepción de riesgo en los mercados emergentes, conflictos geopolíticos globales, y los temores por una desaceleración de la economía mundial.

3 Véase <https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/9812>

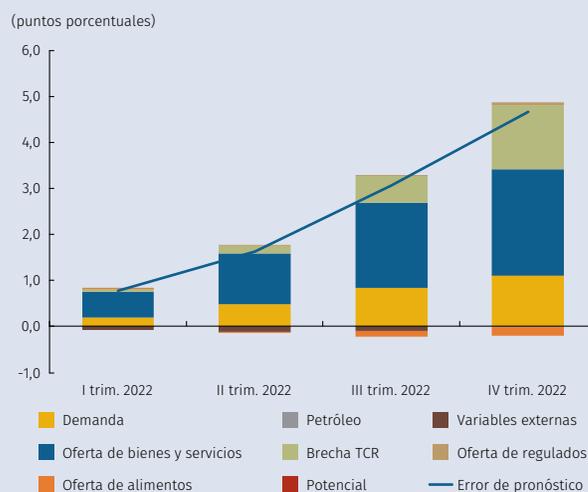
4 A pesar de que los salarios no estuvieron entre los principales impulsores del brote inflacionario observado en 2022 (Pulido *et al.*, 2023), una fracción del componente atribuible a choques de oferta a los bienes y servicios involucró unos mayores costos laborales frente a los esperados.

Gráfico R2.1
Error de pronóstico de la inflación en 2022
(puntos porcentuales)

A. Inflación total (anual fin de periodo, porcentaje)



B. Inflación SAR (anual fin de periodo, porcentaje)



Nota: el error de pronóstico se calcula como la diferencia entre el valor observado y las proyecciones realizadas en enero de 2022, de modo que un valor positivo indica que el valor finalmente observado fue superior a lo proyectado y que se subestimó la variable. En un trimestre dado, las barras representan los choques acumulados de cuatro trimestres que explican la discrepancia entre el pronóstico y el dato observado; así, una barra por encima del eje horizontal indica que se materializaron más choques de lo esperado inicialmente por el ET. La inflación total en el I trim. de 2022, por ejemplo, se subestimó principalmente porque los choques de bienes, servicios y alimentos fueron más grandes.
Fuente: cálculos de los autores.

a condiciones financieras externas menos favorables y más persistentes que lo contemplado inicialmente por el ET-Banrep en enero de 2022.

Además de los choques que presionaron al alza los precios de la canasta SAR, la inflación total se vio afectada por factores negativos relacionados con la canasta de alimentos (Gráfico R2.1, panel A), tales como las perturbaciones persistentes en las cadenas de suministro y las restricciones globales en la oferta, así como el aumento de varios precios internacionales debido a la invasión de Rusia a Ucrania. Estos factores se vieron acompañados por problemas de oferta interna, condiciones climáticas adversas en la segunda mitad del año, e incrementos mayores de lo esperado en los precios de la gasolina, los cuales tuvieron efectos tanto en la canasta de bienes regulados como de alimentos. La canasta de regulados también se vio afectada por los incrementos sorpresivos en el IPC y el IPP, dado que algunos componentes de las tarifas de servicios públicos están indexados a estos precios (véase Recuadro 1 del Informe de enero 2023). Cabe anotar que, tanto en la inflación total como en la inflación básica, los choques que afectaron la tasa de cambio y la fortaleza de la demanda interna fueron ganando importancia relativa a medida que transcurrió el año, aunque los choques de oferta explicaron en mayor proporción los errores de pronóstico.

2. Crecimiento del PIB

Después de la recuperación económica en 2021, impulsada en gran medida por el buen comportamiento del consumo privado, el ET-Banrep esperaba en 2022 una moderación de la dinámica de este componente y una reducción importante en el ritmo de crecimiento de la economía. Lo anterior, en parte, debido a la expectativa de unas condiciones financieras externas menos favorables en un contexto de alta inflación global y de ajuste de la política monetaria en las principales economías del mundo, a un entorno internacional altamente incierto, a los altos precios de la energía, y a las perspectivas de una desaceleración económica mundial. Sin embargo, la

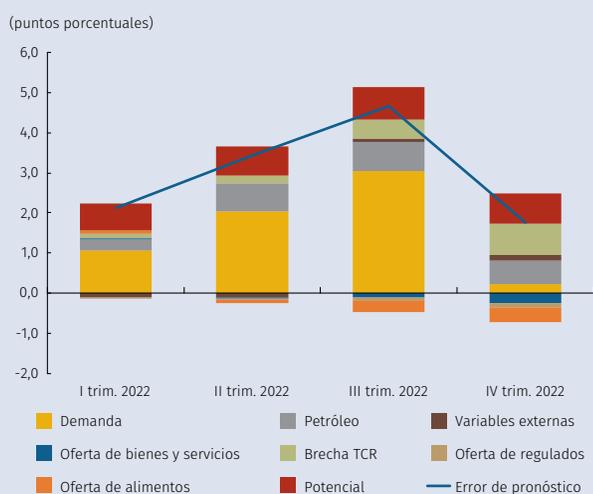
actividad económica local continuó registrando crecimientos elevados y alcanzó niveles altos del producto y superiores a su capacidad productiva sostenible.

En el Gráfico R2.2 se presentan los errores de pronóstico para el crecimiento económico en 2022, tanto en términos del crecimiento anual del PIB trimestral como del PIB anual (paneles A y B, respectivamente). Se observa que los errores en las proyecciones de la actividad económica estuvieron explicados, principalmente, por sorpresas en la dinámica de la demanda agregada, las cuales se incorporaron gradualmente en los pronósticos elaborados a lo largo del año. Esta dinámica estuvo asociada con una expansión del crédito de consumo mayor a la prevista, a la reducción del ahorro, a una política fiscal expansiva y a efectos de demanda represada después de la pandemia, todo esto a pesar de una política monetaria que se ajustaba debido a las fuertes presiones inflacionarias experimentadas en 2022.

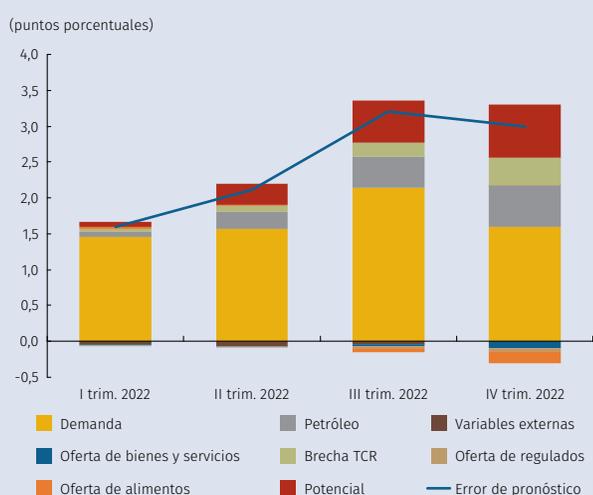
Adicionalmente, los errores en la proyección del crecimiento del PIB se debieron a un ingreso nacional más alto, gracias a los mejores precios del petróleo en el primer semestre de 2022, así como a la depreciación observada en la segunda mitad del año. Esta última tuvo efectos positivos en el sector exportador contribuyendo al mejor comportamiento del PIB.

Gráfico R2.2
Error de pronóstico del crecimiento del PIB en 2022
(puntos porcentuales)

A. Crecimiento del PIB trimestral (variación anual, porcentaje)



B. Crecimiento del PIB anual



Nota: el error de pronóstico se calcula como la diferencia entre el valor observado y las proyecciones realizadas en enero de 2022, de modo que un valor positivo indica que el valor finalmente observado fue superior a lo proyectado.
Fuente: cálculos de los autores.

Referencias

De Castro-Valderrama, M.; Forero-Alvarado, S.; Moreno-Arias, N.; Naranjo-Saldarriaga, S.; (2021). "Unraveling the Exogenous Forces Behind Analysts' Macroeconomic Forecasts", Borradores de Economía, núm. 1184, Banco de la República.

González, A.; Guarín, A.; Rodríguez-Guzmán, D.; Vargas-Herrera, H. (2020). "4GM: A New Model for the Monetary Policy Analysis in Colombia", Borradores de Economía, núm. 1106, Banco de la República

Pulido, J.; Vargas-Herrera, H.; Ospina-Tejeiro, J.J. (2023). "The Labor Market in Colombia: Structural Features and the Role of Wages in the Post-pandemic Inflationary Surge". Borradores de Economía, (mimeo), Banco de la República.

Anexo 1

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

	Unidades	Abr-23	Dic-23	Abr-24	Dic-24	Abr-25
IPC total	Variación mensual (media)	0,87	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	0,85	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC total	Variación anual (media), fin de periodo	12,93 ^{c/}	9,49	7,03	5,19	4,41
IPC sin alimentos	Variación anual (media), fin de periodo	11,35 ^{c/}	9,19	6,97	4,94	4,12
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de periodo	4.530	4.649	4.563	4.550	4.480
Tasa de política	Porcentaje, fin de periodo	13,00	11,25	9,50	7,00	6,25

	Unidades	I-2023	II-2023	III-2023	IV-2023	2023	I-2024	II-2024	III-2024	IV-2024	2024	I-2025
PIB	Variación anual, serie original	2,4	1,0	0,6	1,0	1,3	1,6	2,4	2,6	2,6	2,4	n. d.
Desempleo	Trece ciudades, promedio del trimestre	10,8	12,2	11,7	11,9	n. d.	11,3	12,1	11,7	11,5	n. d.	n. d.
IBR (90 días)	Tasa efectiva anual, fin de periodo	n.a.	12,7	12,0	10,9	n. d.	9,5	8,8	8,0	7,4	n. d.	6,3
Deficit fiscal (GNC) ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	4,3	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	4,0	n. d.
Deficit en cuenta corriente ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	4,4	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	4,1	n. d.

n. d.: no disponible.

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

a/ A partir de abril de 2023, se excluyó de la encuesta de expectativas de analistas económicos la pregunta sobre la DTF.

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 (EME)* 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 abril de 2023).

Anexo 2

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años										
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Variables exógenas												
Externas ^{a/}												
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	2,7	2,1	1,6	2,6	2,5	1,4	-6,5	7,1	3,0	1,6	1,9
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	99	54	45	55	72	64	43	71	99	86	83
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	1,68	4,95	4,56
Credit Default Swap a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	101	184	212	129	114	99	142	142	259	285	275
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	2,3
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual	3,9	3,3	2,7	2,4	2,3	2,5	0,1	4,1	4,0	3,1	2,6
Variables endógenas												
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	13,12	9,46	3,45
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	3,44	9,99	7,12	2,81
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	15,04	10,31	4,53
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	7,41	6,39	0,37
IPC regulados	Porcentaje, var. anual, fin del período	4,89	4,43	5,63	6,26	6,65	4,81	0,73	7,10	11,77	14,52	4,53
IPC alimentos ^{d/}	Porcentaje, var. anual, fin del período	5,24	13,08	6,65	0,48	1,87	5,80	4,80	17,23	27,81	16,39	0,37
IPC perecederos	Porcentaje, var. anual, fin del período	16,74	26,03	-6,63	5,84	8,88	8,66	2,49	24,42	36,44	25,33	0,37
IPC procesados	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,54	9,62	10,74	-0,91	-0,08	5,04	5,43	15,32	25,33	16,39	0,37
Indicadores de inflación básica ^{e/}												
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	9,99	7,12	2,81
IPC núcleo 15	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,19	5,59	5,98	4,21	3,22	3,78	1,88	4,42	11,55	8,87	3,87
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	9,51	8,87	3,87
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	10,35	8,87	3,87
TRM	Pesos por dólar, promedio del período	2,001	2,746	3,053	2,951	2,957	3,282	3,691	3,747	4,257	4,257	4,257
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período	-0,3	9,5	2,5	-1,8	-0,8	3,6	6,0	2,5	6,5	5,4	-0,6
Actividad económica												
Producto interno bruto (daec)	Porcentaje, var. anual, daec	4,5	3,0	2,1	1,4	2,6	3,2	-7,3	11,0	7,5	1,0	1,0
Gasto de consumo final	Porcentaje, var. anual, daec	4,3	3,4	1,6	2,3	4,0	4,3	-4,1	13,6	8,0	1,0	1,0
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, var. anual, daec	4,2	3,1	1,6	2,1	3,2	4,1	-4,9	14,5	9,5	1,0	1,0
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, var. anual, daec	4,7	4,9	1,8	3,6	7,4	5,3	-0,8	9,8	1,4	1,0	1,0
Formación bruta de capital	Porcentaje, var. anual, daec	12,0	-1,2	-0,2	-3,2	1,5	3,0	-2,1	12,6	19,5	1,0	1,0
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec	9,2	2,8	-2,9	1,9	1,0	2,2	-2,0	17,3	11,8	1,0	1,0
Vivienda	Porcentaje, var. anual, daec	10,4	9,5	-0,2	-1,9	0,4	-8,9	-32,7	40,2	4,5	1,0	1,0
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, var. anual, daec	9,6	10,2	0,0	4,6	-3,5	1,1	-31,6	1,0	0,3	1,0	1,0
Maquinaria y equipo	Porcentaje, var. anual, daec	9,2	-9,3	-7,9	1,4	8,6	12,3	-13,3	24,2	25,5	1,0	1,0
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, var. anual, daec	-1,3	2,3	13,1	0,3	-3,1	7,9	-1,8	-0,9	-6,8	1,0	1,0
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, var. anual, daec	5,1	1,3	-12,0	1,2	1,5	-0,7	-10,8	6,4	12,6	1,0	1,0
Demanda interna	Porcentaje, var. anual, daec	6,0	2,4	1,2	1,1	3,5	4,0	-7,5	13,4	10,0	1,0	1,0
Exportaciones	Porcentaje, var. anual, daec	-0,3	1,7	-0,2	2,6	0,6	3,1	-22,7	15,9	14,9	1,0	1,0
Importaciones	Porcentaje, var. anual, daec	7,8	-1,1	-3,5	1,0	5,8	7,3	-19,9	26,7	23,9	1,0	1,0
Brecha del producto ^{f/}	Porcentaje	1,4	1,0	0,4	-0,6	-0,4	0,3	-7,3	-0,9	2,4	0,3	-1,3
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	10,6	1,0	1,0
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	8,4	6,4	2,0	-0,1	5,5	8,1	-1,7	12,0	8,9	1,0	1,0
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	-11,9	1,0	1,0
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, promedio del período	-1,8	1,5	-11,9	-3,6	1,3	2,4	-11,8	-5,8	2,4	1,0	1,0
Mercado laboral ^{g/}												
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	11,2	11,0	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	56,5	56,5	56,5
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	63,6	63,6	63,6
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	11,4	11,5	11,5
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	58,1	58,1	58,1
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	65,5	65,5	65,5
Balanza de pagos ^{h/}												
Cuenta corriente (A + B + C)												
Porcentaje del PIB	Millones de dólares	-19,819	-18,702	-12,587	-9,924	-14,041	-14,808	-9,346	-17,981	-21,446	-14,685	-14,685
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-5,2	-6,3	-4,4	-3,2	-4,2	-4,6	-3,5	-5,7	-6,2	-4,1	-4,1
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-12,332	-19,004	-13,451	-8,762	-10,556	-14,146	-13,090	-20,032	-16,579	-12,653	-12,653
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	-12,108	-5,450	-5,312	-8,046	-11,442	-9,717	-5,044	-8,723	-17,209	-14,360	-14,360
Cuenta financiera (A + B + C + D)												
Porcentaje del PIB	Millones de dólares	-19,292	-18,060	-12,339	-9,625	-12,954	-13,298	-8,611	-16,513	-20,460	-14,685	-14,685
A. Inversión extranjera (ii - i)	Millones de dólares	-5,1	-6,1	-4,1	-3,1	-3,9	-4,1	-3,0	-5,2	-5,9	-5,9	-5,9
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	-12,270	-7,403	-9,341	-10,011	-6,172	-10,836	-5,772	-6,201	-13,327	-13,327	-13,327
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	16,169	11,621	13,858	13,701	11,299	13,989	7,459	9,381	3,720	3,720	3,720
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	3,899	4,218	4,517	3,690	5,126	3,153	1,686	3,181	3,720	3,720	3,720
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-11,565	-9,091	-4,945	-1,800	862	24	-1,768	-4,595	265	265	265
D. Activos de reserva	Millones de dólares	106	-1,981	1,781	1,641	-8,831	-5,820	-4,949	-6,371	-7,969	-7,969	-7,969
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	4,437	415	165	545	1,187	3,333	4,328	654	571	571	571
Tasas de interés												
Tasa de interés de política ^{i/}	Porcentaje, promedio del período	3,88	4,67	7,10	6,10	4,35	4,25	2,87	1,91	7,20	7,20	7,20
Tasa de interés de política esperada por analistas ^{j/}	Porcentaje, promedio del período	3,8	4,7	7,1	6,1	4,3	4,3	2,9	1,9	7,2	12,72	9,23
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período	8,7	9,4	12,8	11,1	9,3	8,8	7,4	6,2	13,3	13,3	13,3
Tasa de interés comercial ^{k/}	Porcentaje, promedio del período	17,3	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5	15,0	14,3	21,1	21,1	21,1
Tasa de interés de consumo ^{l/}	Porcentaje, promedio del período	11,1	11,0	12,4	11,6	10,6	10,4	10,1	9,1	12,9	12,9	12,9
Tasa de interés hipotecaria ^{m/}	Porcentaje, promedio del período	11,1	11,0	12,4	11,6	10,6	10,4	10,1	9,1	12,9	12,9	12,9

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 2021 y 2022 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 abril de 2023.

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 desembolsos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIS.

Anexo 2 (continuación)

Principales variables del pronóstico macroeconómico

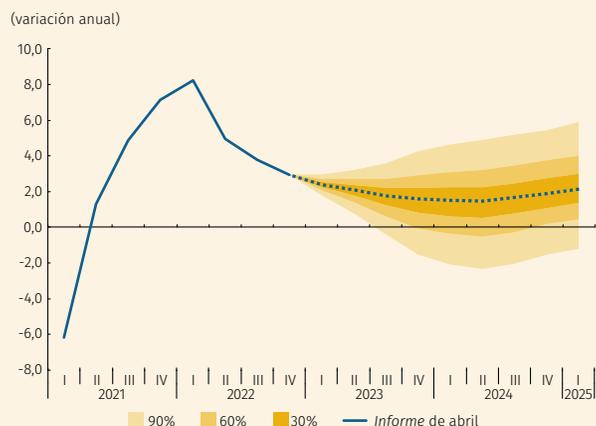
	2018				2019			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Variables exógenas								
Externas ^{a/}								
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación trimestral anualizada, corregido por estacionalidad							
Precio del petróleo (referencia Brent)	2,2	3,4	1,1	1,1	0,7	3,2	1,5	-1,7
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	67	75	76	69	64	68	62	62
Crédit Default Swap a 5 años para Colombia	1,45	1,74	1,92	2,22	2,40	2,40	2,20	1,65
Internas								
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo							
PIB potencial para Colombia (tendencia)	Porcentaje, var. anual							
Variables endógenas								
Precios								
IPC total	3,14	3,20	3,23	3,18	3,21	3,43	3,82	3,80
IPC sin alimentos ^{c/}	3,97	3,73	3,67	3,51	3,27	3,22	3,37	3,45
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	1,67	1,39	1,39	1,40	1,09	1,60	1,83	2,18
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	4,09	3,79	3,60	3,13	3,01	3,10	3,37	3,45
IPC regulados	6,28	6,21	6,35	6,65	6,33	5,24	5,03	4,81
IPC alimentos ^{d/}	-0,06	1,11	1,47	1,87	3,24	4,96	6,49	5,80
IPC perecederos	7,13	8,47	9,51	8,88	9,98	15,46	17,50	8,66
IPC procesados	-2,01	-0,91	-0,72	-0,08	1,43	2,18	3,57	5,04
Indicadores de inflación básica ^{e/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo							
IPC sin alimentos	3,97	3,73	3,67	3,51	3,27	3,22	3,37	3,45
IPC núcleo ^{f/}	3,45	3,24	3,19	3,22	3,24	3,34	3,66	3,78
IPC sin alimentos ni regulados	3,28	2,99	2,87	2,57	2,41	2,65	2,92	3,10
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	3,57	3,32	3,24	3,10	2,97	3,07	3,32	3,44
TRM	2,860	2,839	2,961	3,160	3,135	3,242	3,337	3,413
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	-3,3	-3,8	-0,4	4,5	2,3	3,2	4,0	4,8
Actividad económica								
Producto interno bruto	2,2	2,2	2,8	3,0	3,1	3,4	3,0	3,2
Gasto de consumo final	3,8	4,0	4,0	4,1	3,3	4,2	4,7	5,0
Gasto de consumo final de los hogares	3,3	3,5	3,2	2,9	2,9	3,6	4,4	5,4
Gasto de consumo final del Gobierno General	6,6	7,0	7,8	7,9	6,5	5,6	4,8	4,3
Formación bruta de capital	-6,2	1,7	1,4	9,9	8,4	2,5	5,3	-3,9
Formación bruta de capital fijo	-2,0	2,8	1,4	1,8	7,4	4,1	2,1	-4,2
Vivienda	-9,0	0,3	5,7	2,7	-6,2	-7,6	-8,4	-13,4
Otros edificios y estructuras	-6,6	-1,2	-4,9	-1,4	13,1	-1,0	0,7	-6,6
Maquinaria y equipo	9,0	13,3	6,9	5,7	15,2	19,4	11,2	3,6
Recursos biológicos cultivados	-10,8	-6,6	3,7	2,3	5,5	9,8	14,8	1,9
Productos de propiedad intelectual	2,7	2,6	0,5	0,4	0,0	-1,3	-1,5	0,1
Demanda interna	1,6	3,6	3,7	5,0	4,5	4,0	4,7	3,0
Exportaciones	0,2	-2,1	1,5	2,9	5,0	8,8	2,0	-3,2
Importaciones	-1,6	4,7	5,2	15,2	11,6	8,8	10,8	-1,0
Brecha del producto ^{g/}	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,3
Indicadores coyunturales								
Producción real de la industria manufacturera	2,4	2,7	3,8	2,8	1,1	2,4	0,7	0,9
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	4,7	6,3	4,8	6,0	6,3	7,2	9,5	9,3
Producción de café	0,8	1,3	-13,8	-6,6	-1,9	6,6	4,9	24,1
Producción de petróleo	5,4	1,0	1,1	2,6	5,4	3,2	1,4	-0,2
Mercado laboral ^{h/}								
Total nacional	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo							
Tasa de desempleo	9,7	9,9	9,7	10,5	10,8	10,6	11,1	11,0
Tasa de ocupación	59,2	59,5	59,5	58,4	58,3	57,7	57,3	57,5
Tasa global de participación	65,6	66,0	65,9	65,2	65,4	64,6	64,5	64,5
Trece ciudades y áreas metropolitanas	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo							
Tasa de desempleo	11,1	11,0	10,8	11,6	11,7	11,4	11,4	11,6
Tasa de ocupación	59,7	59,9	60,0	58,9	58,7	58,8	58,7	58,7
Tasa global de participación	67,1	67,3	67,4	66,6	66,6	66,4	66,3	66,4
Balanza de pagos ^{h/}								
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares							
Porcentaje del PIB	-3,023	-3,471	-3,406	-4,141	-3,821	-3,218	-4,302	-3,466
A. Bienes y servicios	-3,7	-4,1	-4,0	-5,0	-4,1	-5,3	-4,2	-4,2
B. Ingreso primario (renta de los factores)	-1,840	-2,557	-2,672	-3,487	-3,137	-2,997	-4,405	-3,606
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	-2,922	-2,784	-2,769	-2,967	-2,616	-2,201	-2,301	-2,298
Cuenta financiera (A + B + C + D)	1,739	1,870	2,035	2,313	1,932	2,502	2,404	2,438
Porcentaje del PIB	-2,876	-2,719	-3,487	-3,872	-3,520	-3,333	-3,740	-2,706
A. Inversión extranjera (ii - i)	-3,5	-3,3	-4,1	-4,7	-4,4	-4,2	-4,6	-3,3
i. Extranjera en Colombia (IED)	-910	-2,273	-2,375	-615	-2,652	-3,626	-1,678	-3,880
ii. Colombiana en el exterior	1,982	3,773	2,704	2,839	3,994	4,090	3,163	3,342
B. Inversión de cartera	1,072	1,500	330	2,224	741	465	1,485	462
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	1,715	350	482	-1,684	-1,382	-282	137	1,551
D. Activos de reserva	-3,817	-945	-1,763	-2,305	-1,836	48	-2,453	-1,579
Errores y omisiones (E Y O)	137	150	169	732	2,351	526	254	202
Tasas de interés								
Tasa de interés de política ^{i/}	Porcentaje, promedio del periodo							
Tasa de interés de política esperada por analistas ^{j/}	4,58	4,33	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
IBR overnight	Porcentaje, promedio del periodo							
Tasa de interés comercial ^{k/}	4,6	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Tasa de interés de consumo ^{l/}	9,4	9,4	9,3	9,0	9,1	9,0	8,9	8,5
Tasa de interés hipotecaria ^{m/}	18,7	17,9	18,0	17,3	18,0	17,2	16,0	15,5
	10,8	10,6	10,5	10,4	10,4	10,5	10,4	10,4

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 (tendencia; 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 (tendencia; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.
 g/ Corresponde al trimestre móvil desestacionalizado.
 h/ Los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del manual de balanza de pagos propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.
 i/ Los resultados para 2021 y 2022 son preliminares.
 j/ Corresponde a la tasa de interés de política monetaria promedio trimestral 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 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 abril de 2023.
 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 desembolsos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIS.

	2020				2021				2022				2023				2024				2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Variables exógenas																					
Externas ^{a/}																					
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación trimestral anualizada, corregido por estacionalidad																				
Precio del petróleo (referencia Brent)	-7,3	-43,8	49,5	12,8	5,6	5,6	5,7	4,4	1,0	1,4	3,5	1,9	0,8	1,4	1,2	1,8	1,8	2,4	2,4	2,4	2,4
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	51	33	43	45	61	69	73	80	98	112	98	89	82	86	87	87	84	83	82	82	82
Crédit Default Swap a 5 años para Colombia	1,23	0,06	0,09	0,09	0,08	0,07	0,09	0,08	0,12	0,76	2,20	3,65	4,52	5,04	5,13	5,13	5,11	4,68	4,35	4,08	3,85
Internas																					
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo																				
PIB potencial para Colombia (tendencia)	Porcentaje, var. anual																				
Variables endógenas																					
Precios																					
IPC total	3,86	2,19	1,97	1,61	1,51	3,63	4,51	5,62	8,53	9,67	11,44	13,12	13,34	12,69	11,39	9,46	7,47	5,90	4,45	3,45	2,91
IPC sin alimentos ^{c/}	3,26	1,40	1,57	1,03	1,06	2,70	3,03	3,44	5,31	6,84	8,33	9,99	11,42	11,08	10,17	8,87	7,22	5,54	4,70	3,87	3,39
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	2,41	0,73	1,15	0,63	1,05	2,57	2,97	3,31	6,41	8,30	11,57	15,04	15,08	15,67	11,71	6,39	4,17	4,32	1,59	0,37	-0,09
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	3,22	2,00	1,86	1,29	0,89	1,61	2,01	2,18	3,79	5,21	5,93	7,41	8,73	15,29	15,02	14,52	11,10	8,40	6,01	4,53	3,69
IPC regulados	4,27	0,44	1,19	0,73	1,52	5,93	5,94	7,10	8,32	9,80	11,46	11,77	14,72	15,67	11,71	6,39	4,17	4,32	1,59	0,37	-0,09
IPC alimentos ^{d/}	7,19	6,55	4,13	4,80	3,92	8,52	12,40	17,23	25,37	23,65	26,62	27,81	21,81	15,67	11,71	6,39	4,17	4,32	1,59	0,37	-0,09
IPC perecederos	9,79	2,52	-3,42	2,49	1,58	8,69	14,82	24,42	41,87	31,21	35,50	36,44	19,66	15,67	11,71	6,39	4,17	4,32	1,59	0,37	-0,09
IPC procesados	6,46	7,75	6,40	5,43	4,60	8,47	11,74	15,32	20,69	21,50	24,14	25,33	22,53	15,67	11,71	6,39	4,17	4,32	1,59	0,37	-0,09
Indicadores de inflación básica ^{e/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo																				
IPC sin alimentos	3,26	1,40	1,57	1,03	1,06	2,70	3,03	3,44	5,31	6,84	8,33	9,99	11,42	11,08	10,17	8,87	7,22	5,54	4,70	3,87	3,39
IPC núcleo ^{f/}	3,64	2,17	2,33	1,88	1,67	3,36	3,79	4,42	6,93	8,41	10,04	11,55	12,61	12,69	11,39	9,46	7,47	5,90	4,45	3,45	2,91
IPC sin alimentos ni regulados	2,99	1,65	1,67	1,11	0,94	1,87	2,28	2,49	4,51	6,06	7,49	9,35	10,51	11,08	10,17	8,87	7,22	5,54	4,70	3,87	3,39
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	3,30	1,74	1,86	1,34	1,22	2,64	3,03	3,45	5,58	7,10	8,62	10,35	11,45	11,08	10,17	8,87	7,22	5,54	4,70	3,87	3,39
TRM	3,532	3,850	3,731	3,661	3,556	3,696	3,847	3,880	3,913	3,916	4,382	4,805	4,759	5,7	3,8	1,4	0,3	-1,2	-0,6	-0,9	-0,4
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	5,1	10,7	5,8	2,6	-0,7	2,6	4,2	3,8	2,7	1,2	7,8	14,3	10,8	5,7	3,8	1,4	0,3	-1,2	-0,6	-0,9	-0,4
Actividad económica																					
Producto interno bruto	0,1	-16,6	-9,1	-3,4	-2,4	18,6	13,3	11,2	7,8	12,1	7,7	2,9	3,0	1,3							

Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

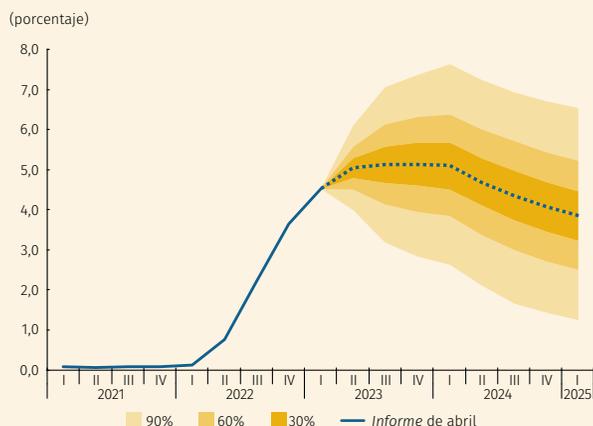
Gráfico A3.1
Supuesto trimestral del crecimiento 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales, densidad predictiva^{a/}



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).

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

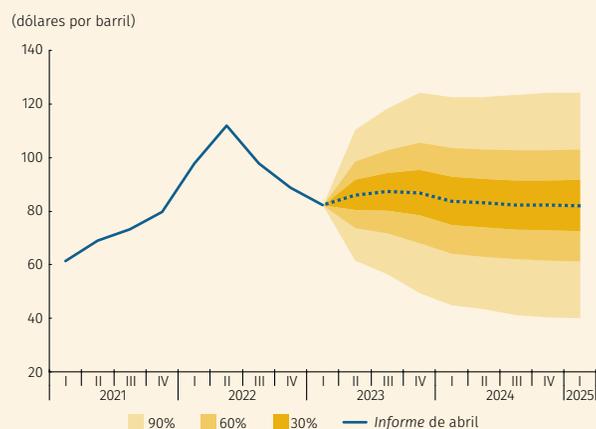
Gráfico A3.3
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, densidad predictiva^{a/}



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).

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

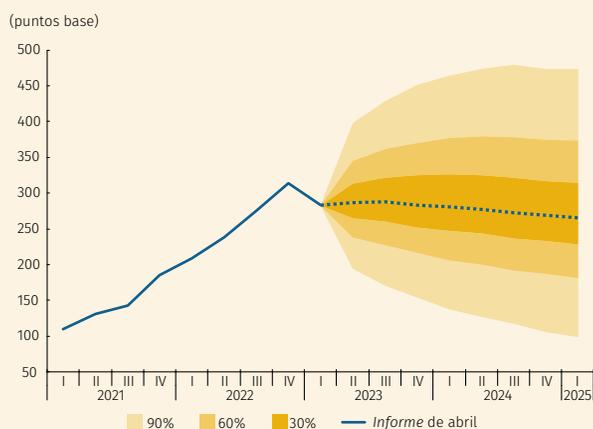
Gráfico A3.2
Supuesto trimestral del precio del petróleo, densidad predictiva^{a/}



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).

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

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



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

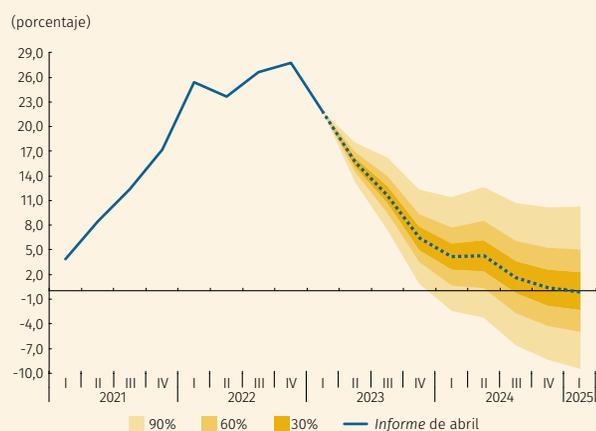
b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

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

Anexo 3 (continuación)

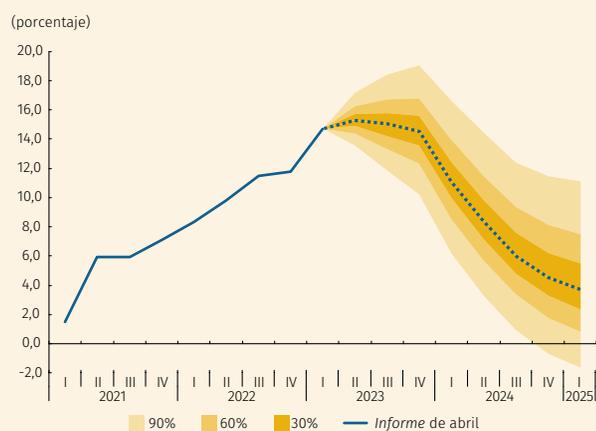
Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

Gráfico A3.5
IPC de alimentos, densidad predictiva^{a/}
(variación anual, fin de periodo)



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

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



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