
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ISSN - 2711 - 1164



01/
2021



Enero de 2021

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

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

Actualización 8 de febrero de 2021

Esta nueva versión incorpora el siguiente recuadro:

- Recuadro 1: **Expectativas macroeconómicas: análisis de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos***

Además, contiene correcciones de tipo ortotipográfico que no alteran la información presentada anteriormente.

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



Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica (*)

Juan José Ospina
Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas
Director

Sección de Inflación

Adolfo León Cobo
Jefe

Édgar Caicedo
Juan Pablo Cote
Nicolás Martínez
Carlos Daniel Rojas
Karen Pulido

Sección de Programación Macroeconómica

Aarón Garavito
Jefe

Luis Hernán Calderón
Camilo González
Andrea Salazar
Franky Galeano

Asesores del Departamento de Programación e Inflación

Celina Gaitán
Sergio Restrepo

Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann
Director

Sección de Pronóstico

Julián Pérez
Jefe

Jose Vicente Romero
Santiago Forero
Nicolás Moreno
Marcela De Castro
Sara Naranjo

Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

Alexander Guarín
Jefe

(*) En la elaboración de este Informe también colaboraron José David Pulido, investigador junior de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica; Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Deicy Cristiano, Julián Cárdenas, Isleny Carranza y Ramón Hernández, profesionales de la Sección de Estadística; Juan Sebastián Corrales, jefe de la Sección de Sector Público; Juliana María Huertas, Juan Pablo Rodríguez, Jesús Daniel Sarmiento y Leidy Viviana Arcila, 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 siguiente día hábil se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, en enero, abril, julio y octubre se publica, junto con las minutas, el *Informe de Política Monetaria* (IPM)⁴ realizado por el equipo técnico del Banco: el miércoles de la semana siguiente a la Junta el gerente general aclara inquietudes sobre las minutas y el gerente técnico del Banco presenta el IPM. Este esquema de comunicación busca entregar información relevante y actualizada que contribuya a la toma de mejores decisiones por parte de los agentes de la economía⁵.

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

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

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

4 Antes conocido como *Informe sobre Inflación*.

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

Contenido

1. Resumen /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

 3. Situación económica actual /30
 - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios /30
 - 3.2 Crecimiento económico y demanda interna /34
 - 3.3 Mercado laboral /37
 - 3.4 Mercado financiero y monetario /39
-

Recuadro 1: Expectativas macroeconómicas: análisis de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* /41

Anexo 1: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros /48

Anexo 2: Principales variables del pronóstico macroeconómico /49

Índice de gráficos

Gráfico 1.1 Índice de precios al consumidor (IPC), rangos anuales /9

Gráfico 1.2 Producto interno bruto anual /10

Gráfico 1.3 Supuesto del PIB anual de los socios comerciales /11

Gráfico 1.4 Tasa de interés de política monetaria, TIB e IBR /12

Gráfico 2.1 Indicadores de confinamiento y movilidad de la población /13

Gráfico 2.2 Supuesto del PIB real de los socios comerciales para cada trimestre /14

Gráfico 2.3 Tasa de desempleo y confianza del consumidor para algunos socios comerciales /14

Gráfico 2.4 Indicadores de actividad económica semanal de algunas de las principales economías /15

Gráfico 2.5 Actividad económica y precios de algunos bienes básicos exportados por los países de la región /15

Gráfico 2.6 Supuesto del precio promedio del petróleo para cada trimestre /16

Gráfico 2.7 Términos de intercambio de algunos países de la región /16

Gráfico 2.8 Volatilidad financiera y flujos de inversión extranjera /17

Gráfico 2.9 Supuesto de la tasa de interés promedio de la Fed para cada trimestre /17

Gráfico 2.10 Política monetaria en algunas economías avanzadas /18

Gráfico 2.11 Supuesto de la prima de riesgo promedio de Colombia (CDS) para cada trimestre /18

Gráfico 2.12 Comportamiento de la tasa de cambio nominal y de la prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunos países de América Latina /18

Gráfico 2.13 IPC trimestral /19

Gráfico 2.14 Brecha inflacionaria del TCR trimestral /19

Gráfico 2.15 IPC sin alimentos ni regulados /20

Gráfico 2.16 IPC sin alimentos ni regulados, rangos anuales /20

Gráfico 2.17 IPC de alimentos /21

Gráfico 2.18 IPC de regulados /21

Gráfico 2.19 Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa /22

Gráfico 2.20 PIB trimestral /22

Gráfico 2.21 Cambios en la movilidad /22

Gráfico 2.22 Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral /23

Gráfico 2.23 Exportaciones totales de bienes (FOB) /24

Gráfico 2.24 Importaciones totales de bienes (CIF) /24

Gráfico 2.25 Crecimiento anual por rama de actividad /24

Gráfico 2.26 PIB acumulado, 4 trimestres /25

Gráfico 2.27 PIB acumulado, 4 trimestres (IV trim. 2019 = 100) /26

Gráfico 2.28 Brecha del producto anual /27

Gráfico 2.29 Brecha del producto anual (rangos) /27

Gráfico 2.30 Cuenta corriente anual /28

Gráfico 2.31 Tasa de interés de política monetaria /29

Gráfico 3.1 IPC e indicadores de inflación básica /30

Gráfico 3.2 IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados /31

Gráfico 3.3 IPC de servicios, sin alimentos ni regulados y sus componentes /31

Gráfico 3.4 IPC de regulados y sus componentes /32

Gráfico 3.5 IPC de alimentos por grupos y sus componentes /32

Gráfico 3.6 IPP por procedencia /33

Gráfico 3.7 Producto interno bruto trimestral /34

Gráfico 3.8 Crecimiento anual en los primeros tres trimestres de 2020 /34

Gráfico 3.9 Producto interno bruto y demanda interna trimestral /35

Gráfico 3.10 PIB trimestral por el lado del gasto /35

Gráfico 3.11 Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General /35

Gráfico 3.12 Formación bruta de capital fijo trimestral /36

Gráfico 3.13 Exportaciones, importaciones y balanza comercial /36

Gráfico 3.14 PIB trimestral por el lado de la oferta /36

Gráfico 3.15 ISE total y por sectores de actividad, series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario /37

Gráfico 3.16 Demanda de energía mensual total SIN /37

Gráfico 3.17 Ocupados por dominios geográficos /37

Gráfico 3.18 Ocupados según calidad de empleo: veintitrés principales ciudades /38

Gráfico 3.19 Tasa de desempleo por dominios geográficos /38

Gráfico 3.20 Curva de Beveridge para las siete ciudades principales /39

Gráfico 3.21 Índice de ingreso laboral real mediano mensual: veintitrés ciudades /39

Gráfico 3.22 Saldo de los depósitos /39

Gráfico 3.23 Tasa de interés política monetaria (TPM), tasa interbancaria (TIB) e indicador bancario de referencia (IBR) /40

Gráfico 3.24 Tasas de interés de colocación mensuales /40

Gráfico 3.25 Cartera bruta en moneda nacional /40

Índice de cuadros

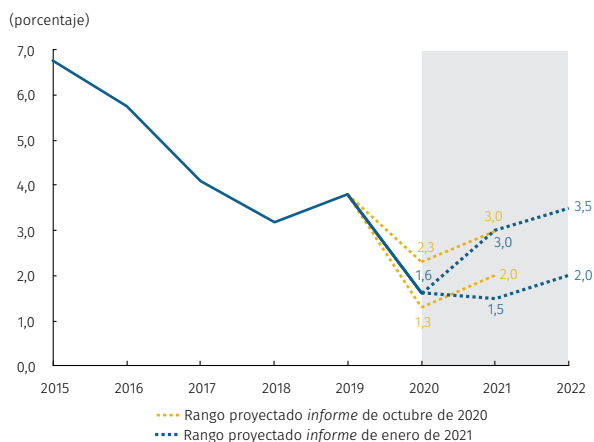
Cuadro 2.1 Proyecciones de crecimiento económico de los socios comerciales /14

01 / Resumen

1.1 Resumen macroeconómico

En el último trimestre de 2020 la inflación total (1,61%) y la inflación sin alimentos ni regulados (1,11%) descendieron más de lo esperado por el equipo técnico del Banco, y sus pronósticos para finales de 2021 se redujeron y se situaron en 2,3% y 2,1%, respectivamente. En el mismo período las expectativas de inflación del mercado también descendieron y sugieren que al final de 2021 la inflación se situará por debajo del 3% y que la meta se alcanzará en 2022. En el cuarto trimestre de 2020 las presiones bajistas sobre la inflación (con y sin alivios de precios) fueron más acentuadas que las proyectadas e indican una demanda débil. La desaceleración anual de los grandes grupos del índice de precios al consumidor (IPC) fue generalizada y, excepto por los alimentos, fue mayor que la pronosticada en el informe de octubre. Las mayores desaceleraciones y errores de pronóstico se dieron en el IPC de bienes (sin alimentos ni regulados (AR)) y en el grupo de regulados. En el primer caso debido, en parte, a la mayor incidencia de la realización del día sin IVA sobre los precios en un contexto de demanda débil, y a la extensión de algunos alivios. En el caso de regulados esto ocurrió por descensos no anticipados en algunas tarifas de servicios públicos. La variación anual del IPC de servicios continuó descendiendo debido, en particular, al comportamiento del grupo de artículos que no han recibido alivios de precios. Aunque parte de la caída de la inflación total sería transitoria y debería revertirse en el segundo trimestre de 2021, varios factores bajistas de precios se han acentuado y continuarían vigentes en el siguiente año. En primer lugar, la presencia de amplios excesos de capacidad, como lo sugieren la desaceleración continua y mayor que la estimada de los indicadores de inflación básica y del IPC de servicios sin alivios, así como la escasa transmisión de la depreciación acumulada del peso a los precios internos. Aunque en 2021 estos excesos se reducirían, su cierre sería más lento que el proyectado en el informe de octubre, en un entorno de nuevas restricciones a la movilidad debido al reciente aumento de los contagios por Covid-19 en el país. Otro factor es la baja inflación registrada al final de 2020 y, consecuentemente, los bajos ajustes que implicaría en los precios de ciertos servicios indexados y con gran peso en la canasta del IPC, como los arriendos y algunos servicios públicos. A esto se suma el descenso en las expectativas de inflación y la debilidad en el mercado laboral, que contribuirían a aumentos reducidos en los salarios y en otros costos de las empresas. Todos estos factores mantendrían la inflación por debajo de la meta en el horizonte de pronóstico y en niveles menores que los estimados en el informe pasado. De esta forma, la inflación seguiría descendiendo hasta marzo a niveles cercanos al 1%, para luego aumentar y finalizar en el 2,3% y 2,7% en 2021 y 2022, respectivamente (Gráfico 1.1). Según la encuesta del Banco aplicada a analistas, en los diciembres de 2021 y 2022 la inflación se situaría, en su orden, en el 2,7% y 3,1%. Las expectativas estimadas con los bonos de deuda pública sugieren que en 2021 la inflación finalizaría en el 2%, y situados en esta última fecha y mirando un año adelante (FBEI 1-1 2022) llegaría al 3,2%.

Gráfico 1.1
Índice de precios al consumidor (IPC), rangos anuales (fin de período; variación anual)

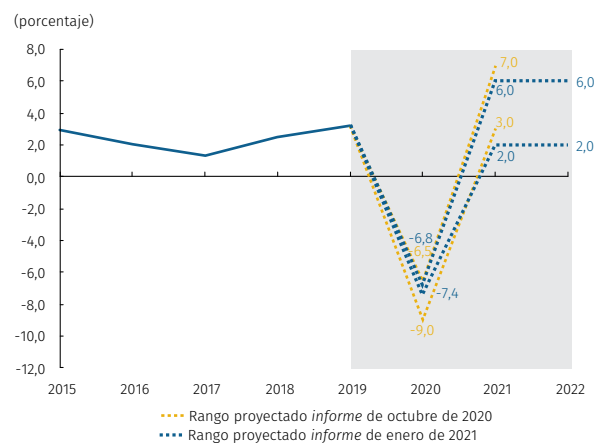


Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Los indicadores de actividad económica para el último trimestre de 2020 sugieren una recuperación del producto mayor que la considerada en el informe pasado, con lo cual la caída del producto interno bruto (PIB) en 2020 habría sido de alrededor del 7,2% (antes -7,6%). En 2021 la mejora en la tendencia de la reactivación económica estaría siendo mitigada por las nuevas restricciones a la movilidad, necesarias para enfrentar la pandemia del Covid-19. Con esto, el nuevo pronóstico de crecimiento económico para 2021 es del 4,5% (antes 4,6%), en un rango entre el 2% y 6%.

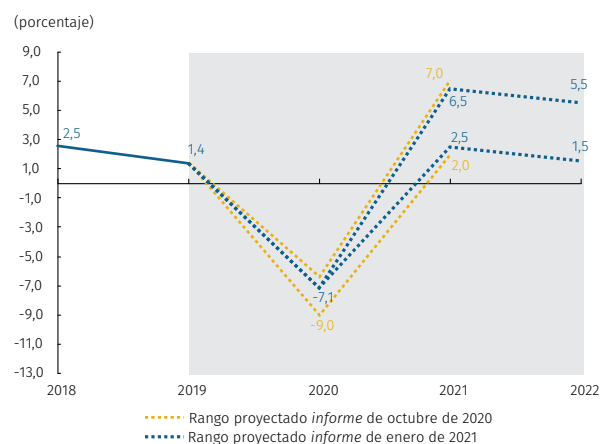
El comportamiento del PIB para el tercer trimestre de 2020 fue acorde con lo previsto, aunque con diferencias según los grandes grupos de gasto. En ese período la dinámica de la demanda interna fue mejor que la estimada, debido a un buen desempeño del consumo privado de bienes y de la inversión en maquinaria y equipo, mientras que el gasto público, las obras civiles y las exportaciones resultaron más débiles. El nuevo pronóstico de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre del -4,4% (antes -5,5%) supone que estas grandes tendencias se mantendrían, aunque las nuevas cifras mensuales del índice de seguimiento a la economía (ISE), del comercio al por menor y de la *Encuesta mensual manufacturera* sugieren que el gasto en bienes durables y el desempeño de la industria podrían ser más dinámicos que los implícitos en este pronóstico. Para 2021 se espera un mejor desempeño de las obras civiles, sector que en 2020 mostró una menor dinámica que lo proyectado. Adicionalmente, la recuperación esperada de los términos de intercambio, la amplia financiación externa, la mejora en la confianza de los hogares y de las empresas, y las bajas tasas de interés contribuirían a la recuperación de la actividad económica. No obstante, las nuevas restricciones a la movilidad en el país registradas a comienzos de este año afectarían la demanda y la oferta agregadas, situación que moderaría el ritmo de activación registrado a finales de 2020. Como en el caso de las restricciones previas a la movilidad, se considera que su efecto negativo sobre la demanda agregada sería mayor que sobre la oferta. Con todo lo anterior, en este informe se estimó una menor caída del PIB para 2020 (-7,2%), y se redujo marginalmente la proyección para 2021 (4,5%). Este pronóstico supone que para lo que resta del año y para 2022 no habría aceleraciones importantes de los contagios del Covid-19, ni endurecimientos de las medidas de distanciamiento social que afecten de manera significativa la actividad económica. Tampoco se avizoran variaciones abruptas en la prima de riesgo soberano. El pronóstico de crecimiento para 2022 (3,5%) supone que los niveles del PIB de 2019 se alcanzarían a finales de dicho año y recoge los efectos de un ajuste fiscal, en la dirección de lo señalado en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo*. No obstante, la incertidumbre sobre la velocidad de la recuperación sigue siendo elevada, en gran parte asociada a la evolución de la pandemia y a las posibles medidas adicionales para enfrentarla. A corto plazo el comportamiento de la pandemia es un riesgo a la baja sobre la previsión del crecimiento, pero a mediano plazo un ritmo acelerado del plan de vacunación es un riesgo al alza. Con esto, los intervalos para el pronóstico del crecimiento de 2020 se sitúan entre -7,4% y -6,8%, y los de 2021 y 2022 entre 2% y 6% (Gráfico 1.2).

Gráfico 1.2
Producto interno bruto anual
(variación anual)



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

Gráfico 1.3
Supuesto del PIB anual de los socios comerciales
(variación anual)



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

En 2020 la demanda externa habría caído un 7,1%, y en 2021 y 2022 se recuperaría a tasas del 4,4% y 3,5%, respectivamente. No obstante, el ritmo de recuperación esperado de la demanda externa y de los precios del petróleo presenta alta incertidumbre debido al contraste entre nuevas oleadas de contagio por Covid-19 y el optimismo por la aplicación de la vacuna contra el virus. En el tercer trimestre de 2020 se observó un repunte de la economía mundial frente a las caídas sin precedentes registradas en el período anterior. No obstante, desde finales del mismo año se intensificó la pandemia en varios países, en particular en los Estados Unidos y en la zona del euro, con lo cual aumentaron las medidas de aislamiento social, con su respectivo impacto negativo sobre la actividad económica. Esta dinámica se ha dado en el contexto del inicio de la aplicación de la vacuna contra el Covid-19 en varios países desarrollados, y del optimismo por su posible impulso a la recuperación de la economía global en 2021. Por su parte, en la región los efectos de la pandemia persisten y la llegada de la vacuna se está dando con más rezago que en los países desarrollados, por lo cual se sigue esperando una recuperación lenta del crecimiento. Las mejores expectativas de actividad global, junto con la extensión del acuerdo de recortes por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y sus aliados, han favorecido recientemente la cotización del petróleo, luego de los deterioros significativos de finales de octubre. En adelante se mantiene una alta incertidumbre sobre la evolución del entorno económico internacional, a lo que se suman factores como el elevado endeudamiento público, el deterioro de los mercados laborales, el cierre de empresas y las tensiones políticas y comerciales, entre otros. Con todo esto, en este informe los crecimientos proyectados de la demanda externa para 2021 (4,4%) y 2022 (3,5%) estarían entre 2,5% y 6,5%, y 1,5% y 5,5%, respectivamente (Gráfico 1.3). En 2021 el precio del petróleo se situaría en USD 52,8 (entre USD 38 y USD 64) por barril, y en USD 56,4 (entre USD 41 y USD 70) por barril en 2022.

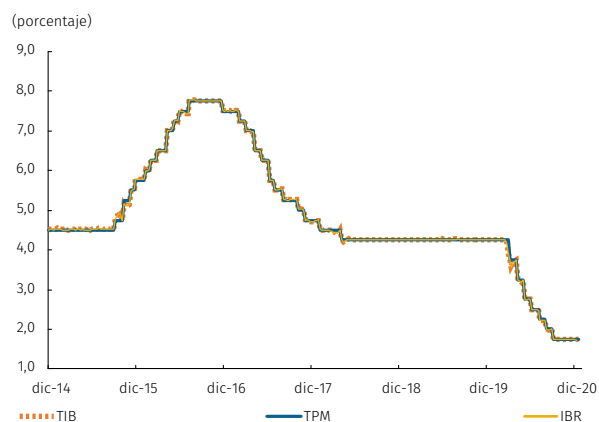
Las condiciones financieras internacionales han mejorado, en un entorno de alta liquidez global, bajas tasas de interés de política de los bancos centrales y optimismo por la aplicación de la primera vacuna contra el Covid-19. Esto se ha reflejado en caídas en los niveles de riesgo global, recuperación de los índices bursátiles, aumentos en las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos y apreciaciones de las monedas frente al dólar. Desde finales de 2020 la aprobación de la primera vacuna contra el Covid-19, el inicio de su aplicación y la posible llegada de otras, así como la culminación del período electoral en los Estados Unidos, serían factores importantes que estarían favoreciendo la dinámica de los mercados financieros internacionales. Durante parte del cuarto trimestre las medidas de riesgo para países desarrollados (VIX y Vstoxx) se redujeron, y al final del año se acercaron a los niveles previos al Covid-19, mientras que las fuertes valorizaciones de los principales índices bursátiles llevaron a estos indicadores a superar los niveles observados antes de la pandemia. En el mismo período, en los Estados Unidos la tasa de interés de largo plazo de los títulos del tesoro se incrementó, en un entorno de aumento del endeudamiento público y de expectativas de un mayor impulso fiscal. En las economías emergentes

las entradas de flujos netos de capital continuaron recuperándose, las primas de riesgo se redujeron y sus monedas se apreciaron respecto al dólar, aunque permanecieron por encima de lo observado previo a la pandemia. En lo corrido de enero las condiciones financieras externas se han mantenido relativamente favorables. En el caso colombiano, las principales calificadoras crediticias mantuvieron el grado de inversión del país, y en lo corrido al 22 de enero los *credit default swaps* (CDS a cinco años) registraron un promedio de 97,9 pb y la tasa de cambio se ubicó en COP3.462 por dólar. A pesar de lo anterior, en el horizonte de pronóstico se supone que el mayor endeudamiento público y la acumulación de déficits externos del país generarían presiones al alza en la prima de riesgo. La evolución futura de la liquidez mundial y su impacto sobre el acceso al financiamiento externo de las economías emergentes, así como los efectos de un posible cambio en la postura de la política fiscal en los Estados Unidos, son fuentes de riesgo sobre la evolución futura del costo de financiamiento.

En Colombia las condiciones financieras continúan mejorando y reflejan una transmisión significativa de las reducciones en la tasa de interés de política monetaria hacia las tasas activas y pasivas, aunque hay heterogeneidad en los diferentes segmentos de crédito.

La encuesta sobre la situación del crédito indica que hay mayor disposición a prestar por parte de las entidades financieras, y los *spreads* de las tasas de interés de crédito frente a los títulos de deuda se han reducido. En los últimos meses se han observado prepagos de créditos comerciales, hecho que ha contribuido a la desaceleración de la cartera comercial. Al tiempo, la colocación de bonos privados por parte de las empresas ha aumentado. En cuanto al crédito dirigido a los hogares, el nivel de la cartera de consumo ya alcanzó los valores previos a la pandemia y la cartera hipotecaria dejó de desacelerarse. Todo lo anterior se ha dado en un entorno de reducción de las tasas de interés de crédito, de forma más acentuada en los préstamos comerciales, y en menor medida en las tasas de interés de consumo e hipotecarias. De esta forma, las menores tasas de interés, junto con la recuperación reciente de las cantidades, apuntan a una mejora de las condiciones de financiamiento.

Gráfico 1.4
Tasa de interés de política monetaria, TIB e IBR^{a/}
(datos semanales)



a/ TIB: tasa interbancaria.

IBR: Indicador bancario de referencia.

TPM: tasa de interés de política monetaria (repo a 1 día).

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

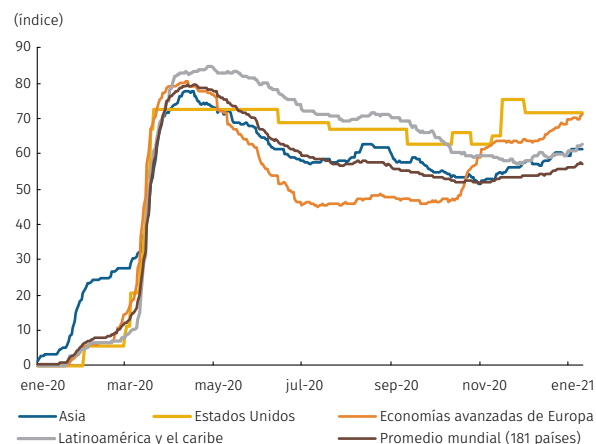
1.2 Decisión de Política Monetaria

En las reuniones de noviembre, diciembre y enero la JDBR decidió mantener la tasa de política monetaria inalterada en 1,75% (Gráfico 1.4).

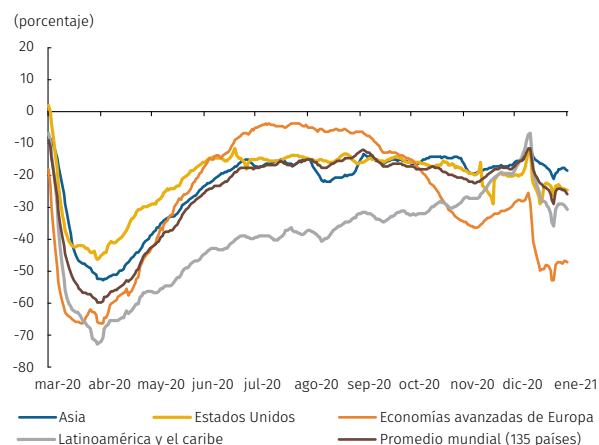
02/ Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos

Gráfico 2.1
Indicadores de confinamiento y movilidad de la población

A. Índice de las medidas de confinamiento y aislamiento social



B. Movilidad hacia lugares como restaurantes, centros comerciales, cines, entre otros



Nota: datos de confinamiento y aislamiento social hasta el 10 de enero. Indicadores de movilidad hasta el 15 de enero, promedio móvil de 7 días.
Fuentes: Google y Hale, Thomas, Sam Webster, Anna Petherick, Toby Phillips, and Beatriz Kira (2020). Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government. Política de uso de datos: Creative Commons Attribution CC BY standard; cálculos del Banco de la República.

2.1 Contexto externo

La intensificación actual de la pandemia y de las restricciones a la movilidad en varios países contrasta con un mediano plazo más optimista por el comienzo de la vacunación contra el virus. Así, la evolución del contexto externo es altamente incierta y posiblemente sujeta a mucha volatilidad. En el tercer trimestre se observó un repunte de la economía mundial frente a las caídas sin precedentes registradas en el período anterior. No obstante, desde el último trimestre de 2020 se ha intensificado la pandemia en varios países, que incluyen los de la zona del euro y los Estados Unidos, y más recientemente en América Latina y China. Como resultado, se han incrementado las medidas de aislamiento social, con su consecuente impacto negativo sobre la movilidad de la población y la actividad económica (Gráfico 2.1). Esta dinámica se ha dado en medio del reciente inicio de la vacunación contra el Covid-19, lo que podría ser el punto de inflexión de la crisis actual. Esto ha generado optimismo por su posible impulso a la recuperación de la economía global que, junto con el estímulo fiscal y monetario en las principales economías, ha favorecido el comportamiento de los mercados financieros internacionales y del precio del petróleo. Sin embargo, el ritmo inicial de vacunación ha sido relativamente lento y con restricciones de oferta global. De esta forma, al menos en el corto plazo, los riesgos para el contexto externo están sesgados a la baja en un entorno en el cual la demanda externa y los términos de intercambio de Colombia aún no alcanzan los niveles previos al Covid-19. En adelante, aunque las perspectivas de mediano plazo han mejorado por la creación de varias vacunas contra el virus, la incertidumbre se mantiene elevada, pues se desconoce la evolución de la pandemia, sus efectos de mediano plazo sobre la actividad económica y la velocidad con la cual se pueda vacunar a la población.

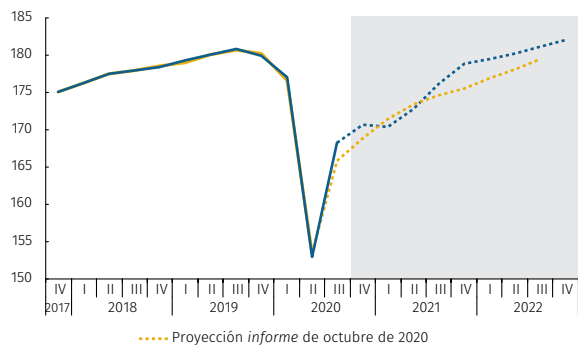
2.1.1 Demanda externa

El PIB promedio de los principales socios comerciales del país alcanzaría los niveles pre-Covid-19 en 2022 (Gráfico 2.2). En 2020 el choque del Covid-19 y las medidas de aislamiento social para contenerlo habrían generado una caída sin precedentes de la demanda externa, la cual se estima en un -7,1%. Para 2021 se prevé un crecimiento del 4,4%, con un comienzo de año afectado por el rebrote del virus en varios países y un segundo semestre impulsado por la apertura de algunos socios gracias a la cobertura de los programas de vacunación, en particular, en las economías avanzadas. Para 2022 se supone

1 Esta estimación representa una revisión al alza frente al informe anterior (-7,7%), resultado de que los crecimientos anuales del segundo semestre habrían sido mejores a lo previsto.

Gráfico 2.2
Supuesto del PIB real de los socios comerciales para cada trimestre^{a/}

(marzo de 2000 = 100)



a/ Estas cifras corresponden a los principales socios comerciales sin Venezuela. Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso de la participación en el comercio no tradicional.
Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadísticas, bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

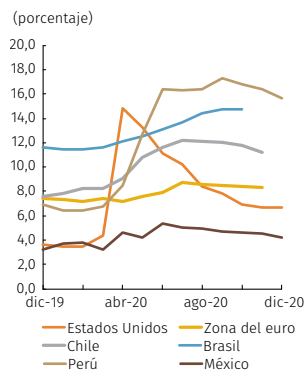
Cuadro 2.1
Proyecciones de crecimiento económico de los socios comerciales^{a/}

Principales socios	2019 (pr)	2020 (proy)	2021 (proy)	2022 (proy)
Estados Unidos	2,2	-3,6	4,3	3,3
Zona del euro	1,3	-7,5	4,7	3,9
China	6,1	2,0	8,0	5,5
Ecuador	0,0	-8,0	2,8	3,2
Brasil	1,4	-4,7	3,3	2,6
Perú	2,2	-12,2	8,8	4,8
México	-0,1	-9,0	3,4	2,8
Chile	1,1	-6,0	4,7	3,4
Total socios comerciales ^{a/}	1,4	-7,1	4,4	3,5

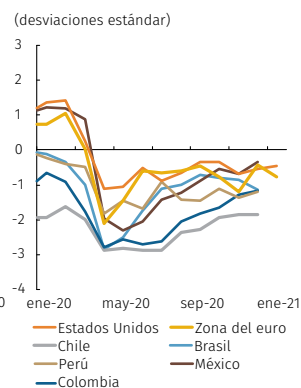
(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
a/ Estas cifras corresponden a los principales socios comerciales sin Venezuela. Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso de la participación en el comercio no tradicional.
Fuentes: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales de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

Gráfico 2.3
Tasa de desempleo y confianza del consumidor para algunos socios comerciales

A. Tasas de desempleo



B. Indicadores de confianza del consumidor



Fuentes: INEGI, BIE, CIF, FVG IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO, Universidad de Michigan, Comisión Europea y Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

un buen desempeño de la demanda externa (3,5%), acorde con expectativas de mejor control de la pandemia. Esta dinámica considera una alta heterogeneidad entre países (Cuadro 2.1), debido a las diferencias en el impacto de este choque, el espacio para mantener o implementar medidas para contrarrestarlo, así como en la velocidad esperada de vacunación de la población, en lo cual América Latina parece tener una perspectiva menos favorable. Además, los intervalos para este supuesto son amplios² (Gráfico 1.3), pues se desconoce la evolución de la pandemia y la magnitud y persistencia de sus efectos económicos negativos, tales como el mayor endeudamiento público, el cierre de empresas y el deterioro de los mercados laborales, entre otros. A esto se le suman las tensiones comerciales y políticas existentes. Al menos en los primeros meses de 2021 los riesgos están sesgados a la baja por el mayor contagio del virus, el aumento de las medidas de aislamiento social y las restricciones de oferta de vacunas para mitigar su propagación. Dentro de los riesgos al alza se destaca una distribución rápida a nivel mundial de una o más vacunas contra el coronavirus.

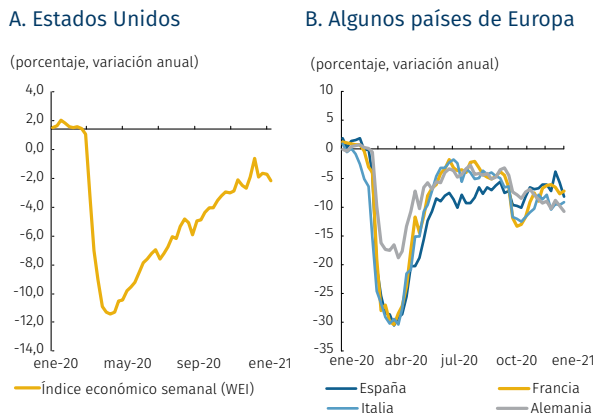
Para 2021 se espera una recuperación económica en los Estados Unidos y en menor medida en la zona del euro.

En 2020 estas economías presentaron caídas importantes³, en particular la zona del euro. Además, desde hace unos meses las nuevas oleadas de contagio han llevado a cuarentenas nacionales en algunos países de Europa y al restablecimiento de medidas de aislamiento social en los Estados Unidos. Con esto, la movilidad de la población se ha reducido (Gráfico 2.1, panel B) y se ha limitado la recuperación de la confianza de los consumidores y del mercado laboral (Gráfico 2.3). Además, algunos indicadores agregados de actividad económica han mostrado retrocesos o estancamientos (Gráfico 2.4). En este contexto, se iniciaron los programas de vacunación desde diciembre pasado, aunque de manera relativamente lenta por las complejidades logísticas y de disponibilidad inmediata de vacunas. Por ende, se prevén afectaciones a la actividad económica en el corto plazo, en particular en el bloque europeo por las medidas más restrictivas a la movilidad, y un repunte significativo en la segunda mitad de este año, acorde con la masificación esperada de la vacunación y mayor apertura de estos países. El estímulo fiscal y monetario continuaría aportando a la mejora del desempeño de estas economías, entre lo que se destaca la propuesta, aún sin aprobar, de un mayor apoyo fiscal planteado por el gobierno actual de los Estados Unidos. En particular, se espera que este último país alcance los niveles pre-Covid-19 de actividad económica en el presente año. No obstante, la incertidumbre al respecto continúa siendo elevada debido al desconocimiento de la evolución de la pandemia y de la rapidez de los procesos de vacunación, entre otros factores.

2 Para 2021 se espera que el crecimiento promedio de los socios comerciales se sitúe en un rango entre el 2,5% y 6,5%. Para 2022 este rango se ubica entre el 1,5% y 5,5%.

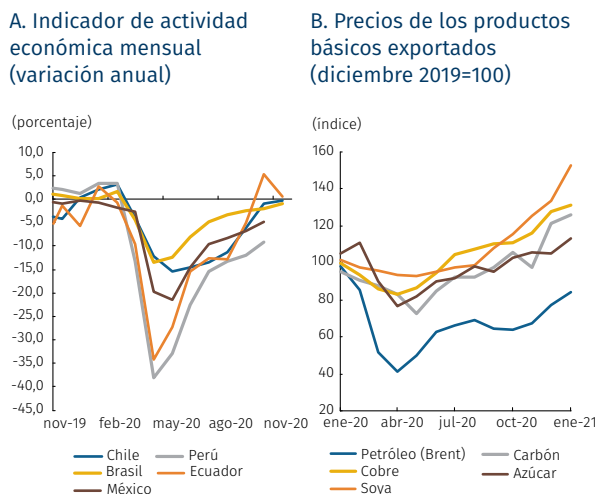
3 Al cierre de este Informe se conoció que, según cifras preliminares el PIB de los Estados Unidos se redujo anualmente un 2,5% en el cuarto trimestre de 2020, con lo cual para todo ese año la reducción fue de 3,5%.

Gráfico 2.4
Indicadores de actividad económica semanal de algunas de las principales economías



Fuentes: OCDE, Fededal Reserve of New York y Feral Reserve of Dallas.

Gráfico 2.5
Actividad económica y precios de algunos bienes básicos exportados por los países de la región



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

China mostraría una aceleración de su crecimiento anual en 2021 en un entorno de incertidumbre por los rebrotes recientes del virus. En el último trimestre de 2020 la actividad económica de ese país continuó recuperándose, registrando un crecimiento anual del 6,5% frente al 4,9% del período anterior, con un consumo que exhibió señales de debilidad. A su vez, las condiciones empresariales completan diez meses en terreno expansivo y se ha observado un aumento significativo de la entrada de capitales y una mayor participación en el comercio mundial. A pesar de estos signos de recuperación, su inflación total descendió en 2020 desde un 5,4% en enero hasta un 0,2% en diciembre⁴, y su inflación básica continuó baja (0,4%). Hacia adelante se espera que el desempeño de esta economía continúe mejorando, resultado del control efectivo de la pandemia, de una mayor demanda de sus exportaciones y del impulso fiscal y monetario. No obstante, en el corto plazo hay incertidumbre sobre la evolución de la demanda externa debido a los rebrotes del virus en varios países, y sobre el reciente incremento de los contagios en algunas regiones de China.

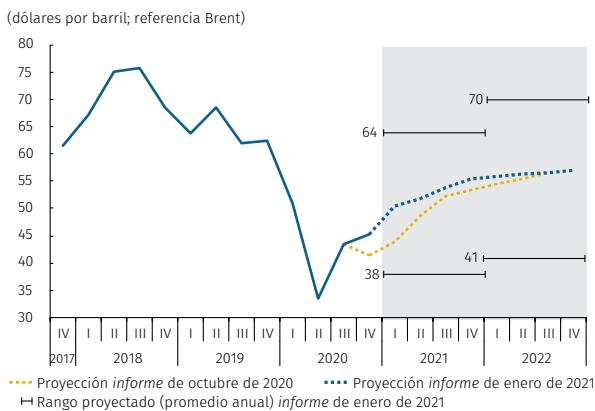
La recuperación del PIB promedio de los principales socios comerciales de la región alcanzaría los niveles anteriores a la pandemia en 2022. Los indicadores de actividad económica de estos países sugieren que la recuperación habría continuado en el último trimestre de 2020 (Gráfico 2.5, panel A), aunque las caídas del producto el año pasado habrían sido significativas y con alta heterogeneidad entre países. Esto último, debido a las diferencias en el impacto de la pandemia, en las medidas para contrarrestar la crisis y en el comportamiento de los términos de intercambio, entre otros factores. Recientemente se ha registrado un aumento de los contagios por Covid-19, lo cual ha llevado al incremento de las medidas de aislamiento social o al retraso en los planes de apertura, lo cual podría afectar la recuperación al menos en el corto plazo. A su vez, los países de la región presentan demoras en el comienzo o ritmos bastante lentos de vacunación debido a las restricciones de oferta mundial, las cuales se espera que se resuelvan paulatinamente. Por tanto, en 2021 la recuperación sería lenta y estaría favorecida por la amplia liquidez internacional, por el repunte esperado de los precios de algunas materias primas exportadas (Gráfico 2.5, panel B) y por la demanda externa. Además, en algunos países las tasas de desempleo aún son elevadas, existen limitaciones en términos de espacio fiscal o las tasas de política monetaria se encuentran históricamente bajas o cercanas a cero. A esto se suman tensiones políticas y sociales que podrían intensificarse en los períodos de elecciones que se avencinan en algunos países de la región.

2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

Se supone que en 2021 el precio del petróleo se incrementaría con respecto al año anterior, pero se mantendría por debajo de lo observado antes de la pandemia (Gráfico 2.6). Desde finales del cuarto trimestre la cotización internacional del crudo se ha recuperado, manteniéndose por encima de

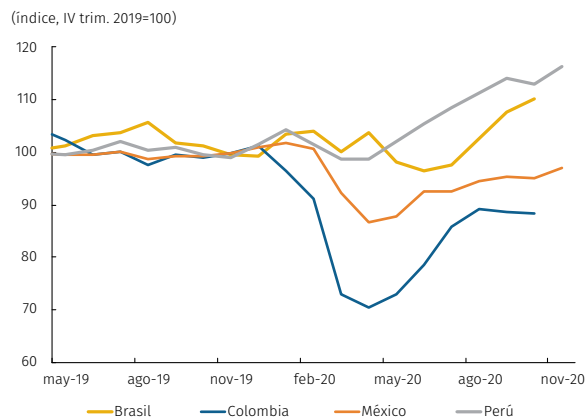
4 A esta dinámica ha contribuido la caída de los precios de los combustibles de vehículos (-14,6%) y de los alimentos (1,2%).

Gráfico 2.6
Supuesto del precio promedio del petróleo para cada trimestre



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

Gráfico 2.7
Términos de intercambio de algunos países de la región



Fuentes: Bancos centrales, IPEA y Banco de la República.

los USD50 por barril (bl) para la referencia Brent, y alcanzó en promedio los USD55 bl en las primeras tres semanas de 2021. A esta dinámica contribuyó la extensión en diciembre y enero de los recortes a la producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+), lo que ayudaría a un rebalanceo más rápido del mercado. Por el lado de la demanda, el precio se ha visto favorecido por las expectativas sobre el comienzo de la vacunación contra el Covid-19 y por las economías que han logrado mantener un ritmo continuo de recuperación, destacándose el caso de China. No obstante, el precio aún es inferior a los niveles pre-Covid-19, y en adelante su recuperación podría verse limitada por el impacto sobre la demanda de las nuevas oleadas del virus a nivel mundial. A esto se le suma el incremento paulatino y esperado de la producción global. Además, existe incertidumbre sobre la sostenibilidad de los acuerdos de la OPEP+ y sobre un ritmo de vacunación de la población que permita una mayor apertura de las economías. De esta forma, los intervalos para este supuesto son amplios⁵ y en 2021 y 2022 se espera que la cotización promedio de la referencia Brent se sitúe en USD52,8 bl y USD56,4 bl, respectivamente (Gráfico 2.6).

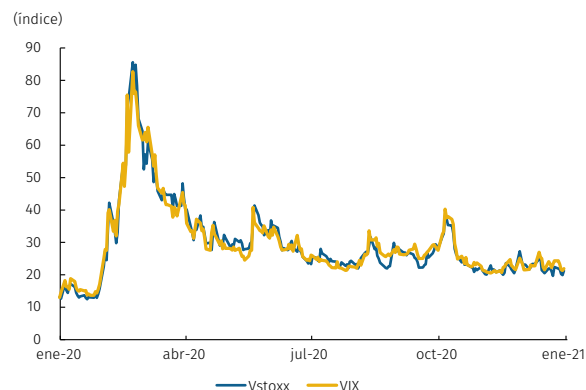
En el horizonte de pronóstico la inflación en las economías avanzadas se situaría en niveles inferiores o cercanos a sus metas, en un contexto de excesos de capacidad productiva y mercados laborales holgados. En diciembre la inflación anual total en los Estados Unidos aumentó frente al mes anterior, al pasar del 1,2% al 1,4%, debido al incremento de los precios de la energía y de los alimentos. Por su parte, la inflación básica no registró cambios frente al mes anterior y se situó en el 1,6%. Las expectativas de inflación para 2021, provenientes de las encuestas a analistas, han tenido alguna corrección al alza para esta economía y proyectan una inflación cercana al 2,0%, en un contexto de expectativas de mayor estímulo fiscal. En la zona del euro la inflación total y la básica se mantuvieron estables en el -0,3% y 0,2%, respectivamente, y las expectativas de inflación para 2021 se sitúan por debajo de su meta.

En 2020 los términos de intercambio se habrían reducido de forma significativa y en 2021 se espera una recuperación parcial. En 2020 el choque del Covid-19 se reflejó en una reducción de los términos de intercambio (TI) del país, la cual se estima en alrededor del 15%. Esto, debido principalmente a la disminución en los precios del petróleo y del carbón, que son parte importante de nuestra canasta exportadora. Lo anterior implicó un impacto negativo sobre el ingreso nacional y cambios en los precios relativos. A su vez, las exportaciones cayeron de forma significativa y los ingresos fiscales se estarían viendo afectados. Esta caída de los TI habría sido mayor que la de otros países de la región con exportaciones más diversificadas o enfocadas en bienes cuyos precios se vieron menos impactados o que repuntaron más rápidamente (Gráfico 2.7). Hacia 2021 se espera una recuperación parcial de los TI acorde con una mayor cotización de los principales productos básicos

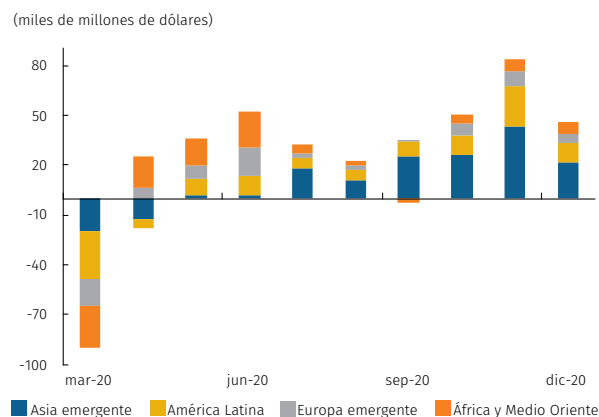
5 Para 2021 el precio promedio del petróleo se situaría en un rango entre USD38 bl y USD64 bl. Para 2022 este intervalo se ubica entre USD41 bl y USD70 bl.

Gráfico 2.8
Volatilidad financiera y flujos de inversión extranjera

A. VIX y Vstoxx^{a/}

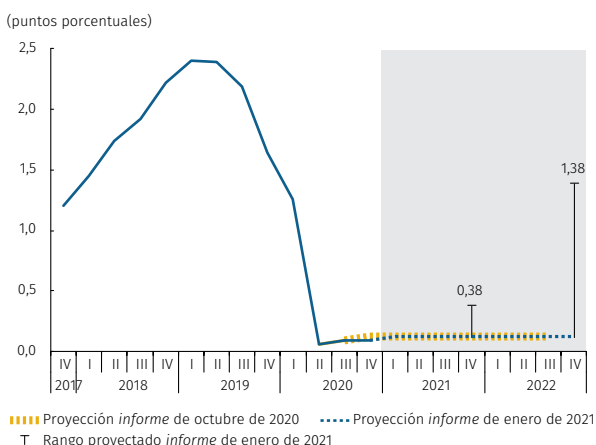


B. Flujos netos de inversión extranjera hacia economías emergentes^{b/}



a/ Cifras hasta el 22 de enero de 2021.
b/ Corresponde a flujos de inversión en instrumentos de deuda y acciones.
Fuentes: Federal Reserve Bank of St. Louis, Bloomberg y el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés).

Gráfico 2.9
Supuesto de la tasa de interés promedio de la Fed para cada trimestre



Nota: el supuesto corresponde al punto medio del rango de la tasa.
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

de exportación (petróleo y carbón), aunque estos se ubicarían por debajo de lo observado antes de la pandemia.

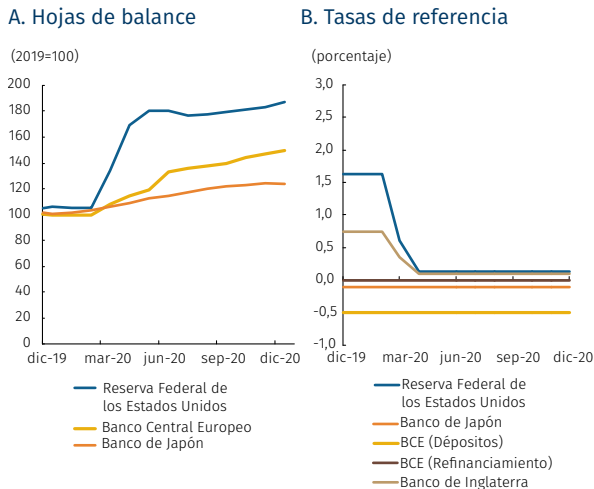
2.1.3 Desarrollos financieros externos

Las condiciones financieras internacionales son favorables en un entorno de alta liquidez y bajas tasas de interés. Desde noviembre de 2020 las medidas de riesgo para países desarrollados VIX y Vstoxx fueron reduciéndose hasta alcanzar en diciembre los niveles mensuales más bajos desde febrero, aunque superiores a lo observado antes del choque del Covid-19 (Gráfico 2.8, panel A). Por su parte, los principales índices bursátiles presentaron valorizaciones importantes, ubicándose por encima de lo observado en el período previo a la pandemia. Asimismo, el cuarto trimestre de 2020 registró entradas significativas de flujos de capital hacia economías emergentes (Gráfico 2.8, panel B). Todo lo anterior en un entorno de una política monetaria expansiva en las economías avanzadas, del inicio de la vacunación contra el Covid-19, de la culminación del proceso electoral en los Estados Unidos y de optimismo por el estímulo fiscal en ese país. En las primeras tres semanas de 2021 algunos de estos factores continuaron contribuyendo a que las condiciones financieras internacionales se mantuvieran relativamente favorables. Las medidas de riesgo (VIX y VStoxx) registraron en promedio niveles similares a los de diciembre y varios de los principales índices accionarios continuaron valorizándose. Por su parte, desde el cuarto trimestre y las primeras semanas de enero se observaron incrementos en las tasas de interés de largo plazo de los títulos del tesoro de los Estados Unidos, en un entorno de aumento del endeudamiento público y expectativas de mayores estímulos fiscales en ese país. En adelante, la incertidumbre es elevada y sorpresas asociadas a cambios en las medidas fiscales y monetarias de las principales economías podrían generar variaciones en los costos de financiamiento externo. Además, el empeoramiento de las perspectivas del impacto económico mundial de la pandemia, demoras en el proceso de vacunación y un aumento de las tensiones comerciales entre China y los Estados Unidos son algunos factores que podrían generar retrocesos en los mercados financieros internacionales.

Se espera que la tasa de interés de política de la Reserva Federal se mantenga entre un 0,0% y 0,25% en el horizonte de pronóstico (Gráfico 2.9). En su reunión del 16 de diciembre el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) mantuvo sin cambios las tasas de interés de los fondos federales⁶. En adelante se espera que el nivel actual de la tasa de política se mantenga estable, supuesto que está acorde con las proyecciones de los analistas y de los miembros del FOMC, así como con la información proveniente de los mercados de futuros. A su vez, en los últimos meses se han mantenido las políticas no convencionales, mediante las cuales se ha continuado suministrando amplia liquidez a los mercados y se ha dado una mejora de las condiciones financieras globales. Se

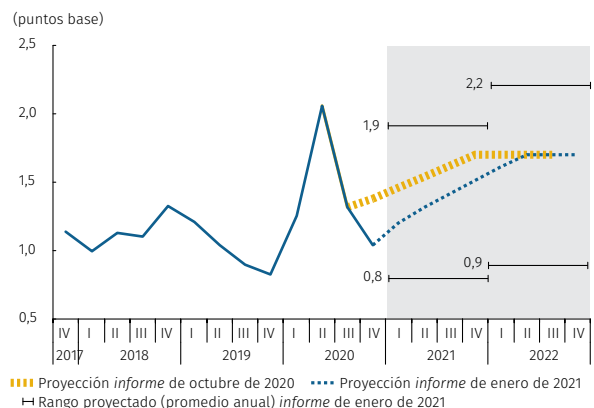
6 Al cierre de este Informe se conoció que en su reunión del 27 de enero el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) mantuvo sin cambios las tasas de interés de los fondos federales.

Gráfico 2.10
Política monetaria en algunas economías avanzadas



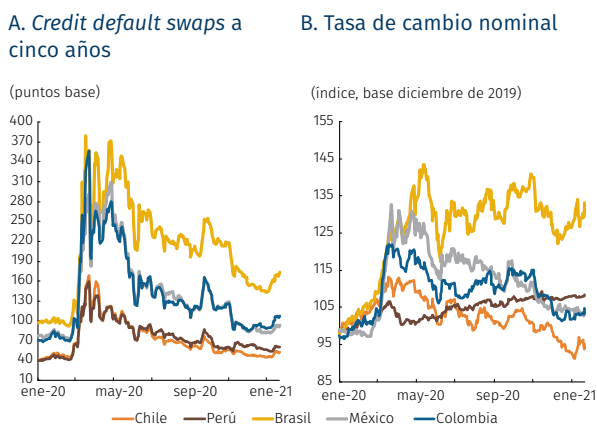
Fuentes: Reserva Federal de los Estados Unidos, Banco Central Europeo y Bloomberg.

Gráfico 2.11
Supuesto de la prima de riesgo promedio de Colombia (CDS) para cada trimestre^{a/}



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

Gráfico 2.12
Comportamiento de la tasa de cambio nominal y de la prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunos países de América Latina



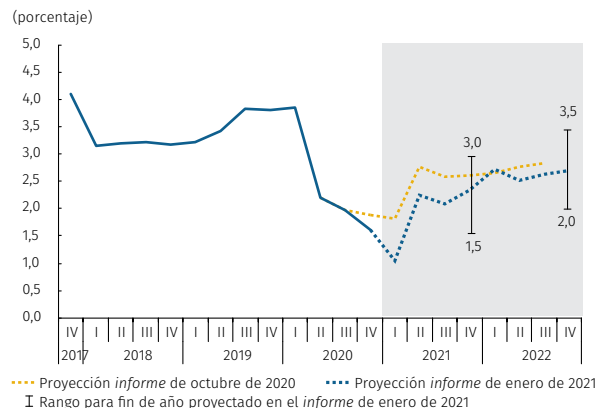
Nota: cifras hasta el 22 de enero de 2021.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

espera que este tipo de medidas se mantenga en los próximos meses, acorde con lo anunciado por la Reserva Federal (Gráfico 2.10, panel A). Una vez se definan y aprueben los detalles de la estrategia fiscal del nuevo gobierno de los Estados Unidos, habría que considerar sus implicaciones sobre el supuesto de tasa de interés de la Reserva Federal y los costos de financiamiento externo de Colombia. Dicha evaluación debe considerar los recientes cambios en el marco de política monetaria adoptados por la Reserva Federal. El límite superior supuesto para esta tasa de interés presentado en este informe (0,38% a finales de 2021 y 1,38% a finales de 2022)⁷ contempla una reacción de esa institución a una recuperación del mercado laboral o de la actividad económica en los Estados Unidos más rápida de la prevista. Por su parte, otros bancos centrales de economías avanzadas también seguirían registrando bajas tasas de interés de referencia⁸ (Gráfico 2.10, panel B).

Para 2021 el escenario central supone una prima de riesgo inferior a la del informe de octubre, con una tendencia creciente en el horizonte de pronóstico (Gráfico 2.11). A lo largo del cuarto trimestre las primas de riesgo y las tasas de cambio de algunos países de la región se redujeron (Gráfico 2.12) de la mano de la recuperación de sus economías, de la amplia liquidez global y de la menor percepción de riesgo internacional. En el caso colombiano las principales calificadoras de riesgo mantuvieron el grado de inversión del país, y para el cuarto trimestre los *credit default swaps* (CDS a cinco años) y la tasa de cambio disminuyeron frente al período anterior, alcanzando en promedio 104,2 pb y COP 3.661 por dólar, respectivamente, valores superiores a lo observado antes de la pandemia. En lo corrido de 2021, los CDS a cinco años de algunos países de la región registraron niveles promedio inferiores a los observados en el último trimestre de 2020, aunque han mostrado algún incremento reciente, lo que podría estar asociado, en parte, con la intensificación de la pandemia. En Colombia este indicador se ha situado en promedio en cerca de 97,9 pb en los primeros 22 días del mes, alcanzando un máximo alrededor de 107,2 pb en ese período (Gráfico 2.12). El escenario central supone para 2021 una prima de riesgo promedio que se situaría en 140 pb, en un rango entre 80 pb y 190 pb, lo que implicó una revisión a la baja frente al informe anterior. Para 2022 este supuesto es de 168 pb, en un rango entre 90 pb y 220 pb, cifra algo por encima de su promedio histórico. La menor prima de riesgo en 2021, frente al informe anterior, tiene en cuenta el comportamiento reciente de este indicador, las perspectivas de condiciones financieras externas favorables y la recuperación del precio del crudo, como se ha mencionado. Por su parte, la senda creciente y su convergencia considera el mayor endeudamiento público y la acumulación de déficits externos del país.

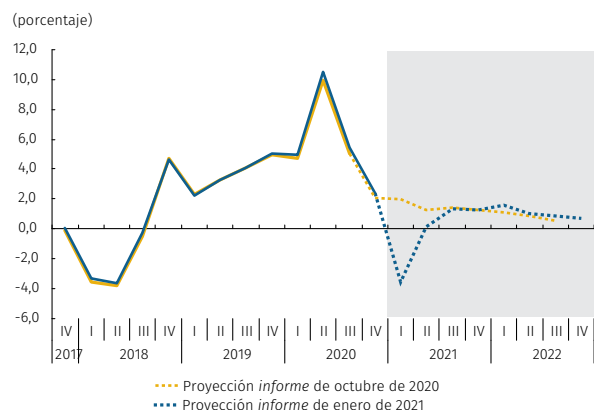
7 El límite superior de este supuesto considera una tasa de referencia de la Reserva Federal para finales del presente año del 0,38% (entre el 0,25% y 0,5%) y para finales de 2022 del 1,38% (entre el 1,25% y 1,5%) (Gráfico 2.9).
8 El Banco Central Europeo (BCE) en su reunión del 21 de enero mantuvo sus tasas de interés y continuó con su programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por su sigla en inglés), entre otras medidas que buscan mantener unas condiciones financieras favorables que apoyen la recuperación económica.

Gráfico 2.13
IPC trimestral
(variación anual, fin de período)



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

Gráfico 2.14
Brecha inflacionaria del TCR trimestral^{a/}



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

Fuente: Banco de la República.

2.2 Proyecciones macroeconómicas⁹

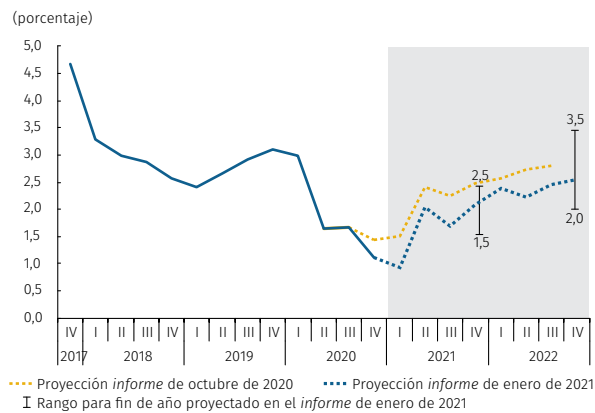
2.2.1 Inflación

La indexación de los precios de algunos servicios a la baja inflación observada, las menores presiones provenientes de la tasa de cambio estimadas para 2021 y los mayores excesos de capacidad productiva esperados contribuyeron a reducir la senda de inflación proyectada frente al informe anterior (Gráfico 2.13). La inflación a diciembre de 2020 resultó menor que la prevista debido a la prolongación de varios alivios de precios y a la existencia de importantes presiones bajistas por parte de la demanda. En efecto, en el cuarto trimestre la inflación básica se redujo más de lo esperado en octubre, y muestra una tendencia a la baja que no se explica por alivios y otros choques de oferta transitorios. Esta circunstancia, junto con una brecha del producto que ahora se estima algo más negativa que lo previsto para los próximos dos años, además de una brecha de tasa de cambio real más baja para los próximos trimestres (Gráfico 2.14), llevaron a un descenso en las sendas esperadas para la inflación total y básica en todo el horizonte de pronóstico. La menor inflación, tanto la observada a finales de 2020 como la esperada hacia adelante, implicaría presiones bajistas adicionales por cuenta de una indexación a menores valores de esta y de una senda más baja de expectativas de inflación. El nuevo pronóstico también tiene en cuenta la prolongación de la eliminación transitoria del IVA sobre varios bienes y servicios, menores ajustes anuales en los precios de los regulados para 2021 y una senda de alimentos que no tuvo cambios sustanciales.

La inflación total alcanzaría un mínimo en el primer trimestre de 2021 y luego aumentaría, aunque sin superar el 3,0% en los próximos dos años. En este informe se espera que la inflación continúe descendiendo en el primer trimestre del año y se ubique cerca del 1,1%, cifra menor que el 1,8% esperado en el informe anterior, en parte como resultado del efecto de las medidas de distanciamiento social impuestas a principios del año (Gráfico 2.13). Sin embargo, a partir del segundo trimestre los precios comenzarían a ajustarse a tasas anuales algo mayores debido a la disolución de parte del choque bajista ocasionado por algunos alivios, en su mayoría transitorios, en impuestos y precios decretados en el segundo trimestre de 2020, lo que significa también una baja base de comparación estadística para los indicadores anuales. No obstante, la presencia de importantes excesos de capacidad productiva y el bajo traspaso de las presiones del tipo de cambio durante buena parte del horizonte de pronóstico, entre otros, serían factores que impedirían que la inflación supere la meta del 3,0% en los próximos dos años. Aun así, la normalización paulatina de la demanda y la disminución gradual de los excesos de capacidad productiva permitirían que la inflación converja lentamente a la meta más allá del horizonte de pronóstico de este informe. Cabe señalar que la presencia de una segunda ola de contagios de Covid-19 en el primer trimestre de este

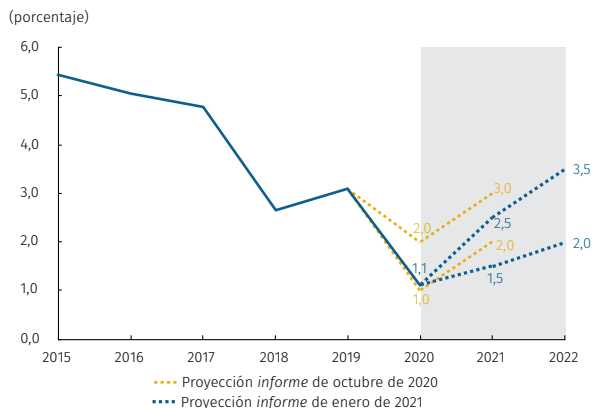
9 Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

Gráfico 2.15
IPC sin alimentos ni regulados
(variación anual, fin de período)



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

Gráfico 2.16
IPC sin alimentos ni regulados, rangos anuales
(variación anual, fin de período)



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

año, además de la imposición de nuevas medidas de distanciamiento físico para contenerla, llevó a contemplar en estos pronósticos un cambio en el patrón de ajuste de los precios, con una menor concentración de incrementos en el primer trimestre frente a lo usual. Las proyecciones actuales siguen rodeadas de un nivel de incertidumbre mucho más alto que el habitual, debido al número y tamaño de los choques asociados con la pandemia del Covid-19. Estas circunstancias, más los desafíos que ello genera para la medición del IPC, hacen difícil estimar el papel relativo de cada uno de estos factores en el comportamiento de los precios. Tomando todo esto en cuenta, se estima un rango para la inflación total entre el 1,5 % y 3,0 % para el cierre de 2021, y entre el 2,0 % y 3,5 % para finales de 2022.

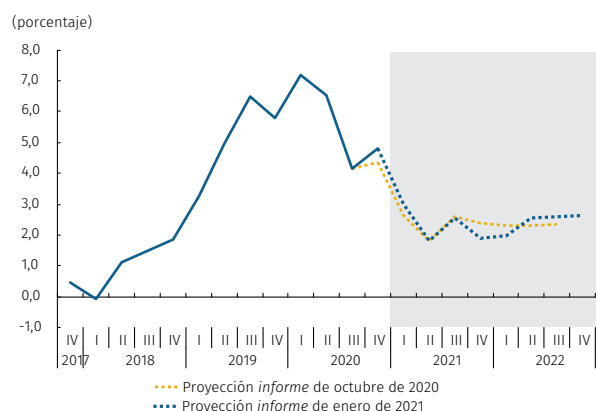
Las escasas presiones de demanda y de costos salariales, junto con una indexación a tasas bajas, mantendrían la inflación básica por debajo de la meta del 3,0 % en todo el horizonte de pronóstico (Gráfico 2.15). Aunque en el primer trimestre se espera el vencimiento de algunos alivios de precios en la subcuenta de bienes, en dicho período la inflación básica seguiría descendiendo, para aumentar de manera importante en el segundo trimestre. En ambos períodos la base de comparación estadística cumple un papel importante en la explicación de dicho comportamiento. Aun así, los ajustes alcanzados serían algo menores que los previstos con anterioridad, dadas las medidas recientemente adoptadas frente a la extensión de la emergencia sanitaria y la modificación de la Ley General del Turismo¹⁰. La devolución de los alivios de precios y la baja base de comparación estadística deberán afectar con mayor fuerza el ajuste anual del IPC de bienes, el cual debe aumentar y situarse cerca del 3,0 % en el segundo trimestre de 2021. En el caso de los servicios, se esperan menores ajustes de precios por cuenta de la mayor influencia de los excesos de capacidad productiva y la debilidad de la demanda en este segmento, así como por las escasas presiones de costos salariales prevalentes en un mercado laboral muy holgado y a pesar de un ajuste del salario mínimo para 2021 algo mayor que el esperado. Asimismo, rubros como los arriendos se indexarían a tasas de inflación menores que las contempladas en el informe anterior. Adicionalmente, debido a las recientes medidas que restringen la movilidad y cierta actividad comercial, se espera que se aplacen ajustes que típicamente se dan a principio del año, llevando a un suavizamiento de su senda en 2021. A pesar de estas consideraciones, en el IPC de servicios también se esperan aumentos en la variación anual por una base de comparación estadística baja. Dado todo lo anterior, la inflación básica se mantendría un poco por encima del 2,0 % durante 2021, cerrando el año en un rango entre el 1,5 % y 2,5 %. Para 2022 se espera que se sitúe en un rango entre el 2,0 % y 3,5 % (Gráfico 2.16). La leve tendencia ascendente debería mantenerse más allá del horizonte de pronóstico, conforme se recupere la

10 En la Ley 2068 del 31 de diciembre de 2020, que modifica la Ley General del Turismo, entre otras disposiciones, se extienden hasta diciembre de 2021 alivios sobre los servicios de turismo, hoteleros y de comidas fuera del hogar; igual sucede hasta diciembre de 2022 para el alivio relacionado con los tiquetes aéreos.

economía y se dé el cierre gradual de la brecha del producto, soportando la convergencia de la inflación básica a la meta.

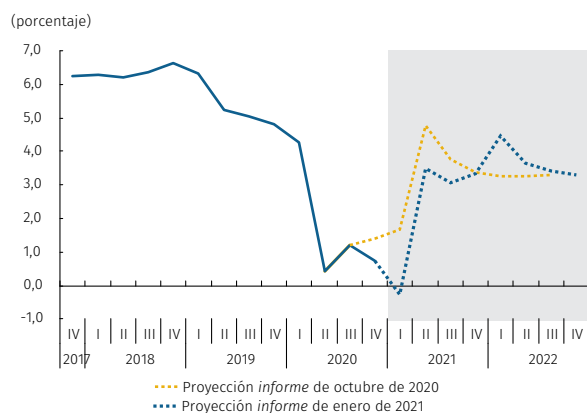
Los precios de los alimentos contribuirían a mantener la inflación al consumidor en niveles bajos en el horizonte de pronóstico, favorecidos por unas buenas condiciones climáticas, pese al surgimiento de algunas presiones alcistas a comienzos de 2021 provenientes del exterior. En los últimos meses se han presentado condiciones climáticas típicas de un fenómeno de La Niña de intensidad débil o moderada, y los pronósticos más recientes de las agencias especializadas sugieren que estas condiciones deberían continuar en el próximo trimestre. Este fenómeno climático suele estar asociado con lluvias por encima de lo normal, buena oferta agropecuaria y precios relativamente bajos en el sector. A ello se sumaría una demanda de alimentos que, habiendo sido relativamente poco afectada por la emergencia sanitaria, podría tener bajos crecimientos en los próximos trimestres, dada la debilidad que se proyecta en el ingreso de los hogares y las dificultades que tendrá que sortear el sector de restaurantes para operar plenamente. En contraste, los precios de los alimentos procesados enfrentan algunas presiones alcistas por cuenta de la reciente tendencia de crecimiento en las cotizaciones internacionales de varias materias primas y productos agropecuarios, así como por mayores costos de transporte (por ejemplo, de fletes marítimos), las cuales se prolongarían por algunos meses y llevaron a aumentar el pronóstico para comienzos de 2021. Con todo esto, y teniendo en cuenta la base de comparación estadística de 2020, la variación anual del IPC de alimentos debería descender de forma importante hasta el segundo trimestre de 2021, para luego aumentar moderadamente a niveles algo superiores al 2,5% al final del horizonte de pronóstico (Gráfico 2.17).

Gráfico 2.17
IPC de alimentos^{a/}
(variación anual, fin de período)



a/ No incluye comidas fuera del hogar.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.18
IPC de regulados
(variación anual, fin de período)

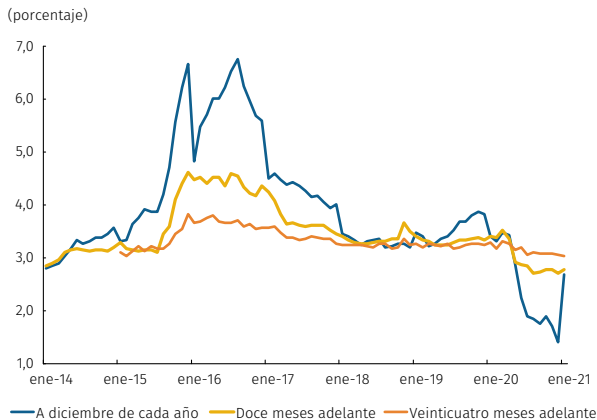


Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

El IPC de regulados no enfrentaría presiones alcistas importantes en el horizonte de pronóstico. La variación anual del IPC de esta canasta se situaría en niveles cercanos o inferiores al 0% a comienzos de 2021 (Gráfico 2.18). A partir del segundo trimestre se espera un aumento a niveles algo superiores al 3,0%, que responde en buena parte a una baja base de comparación en el segundo trimestre de 2020, cuando se concentró la aplicación de alivios en los servicios públicos y la reducción del precio de los combustibles. Estos pronósticos incorporan una indexación a niveles bajos de inflación en el caso de las tarifas de algunos servicios públicos y otros rubros regulados, la cual también incidiría, junto con la debilidad de la demanda y las nuevas restricciones de movilidad, en los ajustes de la educación regulada. Asimismo, la senda proyectada supone pocas presiones por parte de las tarifas de energía eléctrica, toda vez que se mantengan las condiciones climáticas favorables. Tampoco supone presiones relevantes por parte de los precios internacionales de los combustibles y del tipo de cambio.

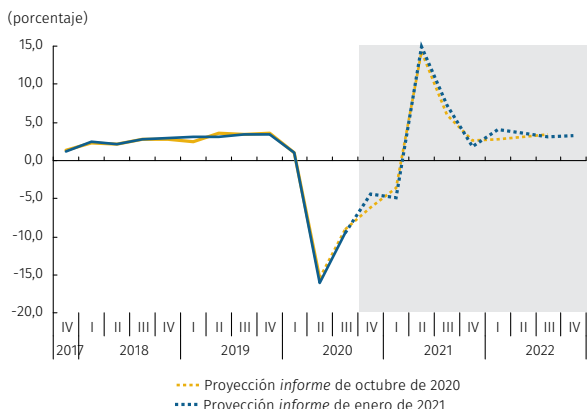
Las expectativas de inflación del mercado descendieron en el último trimestre e indican que la inflación se situará por debajo del 3% al final de 2021, convergiendo a la meta en 2022. Aquellas calculadas con base en los precios de los papeles de deuda pública a dos años o menos se mantienen por debajo o cerca de la meta. Las expectativas de los analistas economi-

Gráfico 2.19
Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa



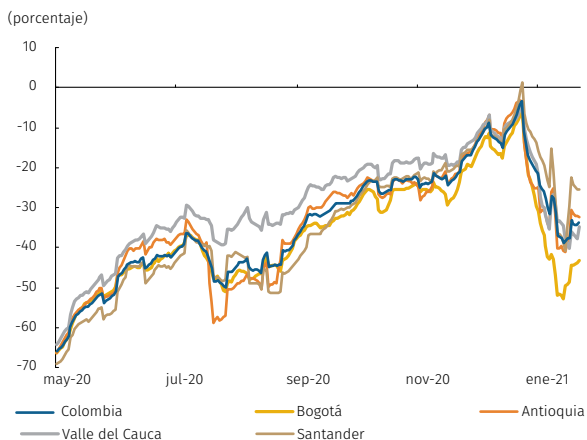
Fuente: Banco de la República (Encuesta mensual a analistas).

Gráfico 2.20
PIB trimestral^{a/}
(variación anual)



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

Gráfico 2.21
Cambios en la movilidad^{a/, b/}
(media móvil de 7 días; promedio de destinos no residenciales)



a/ El valor de referencia es la mediana de ese día de la semana correspondiente al período de 5 semanas desde el 3 de enero hasta el 6 de febrero de 2020.
b/ Cifras hasta el 22 de enero de 2021.
Fuente: Google Community Mobility Reports; cálculos del Banco de la República.

cos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco aplicada en enero, registran una inflación esperada para finales de 2021 y 2022 del 2,7% (2,9% en la encuesta de octubre) y el 3,1%, respectivamente (Gráfico 2.19). Para las mismas fechas y en el mismo orden las expectativas de inflación sin alimentos también descendieron y se situaron en el 2,5% (2,7% en la encuesta de octubre) y el 2,9%. Por su parte, las expectativas estimadas con base en los bonos de deuda pública sugieren que en 2021 la inflación finalizaría en un 2%, y situados en esta última fecha, mirando un año adelante (FBEI 1-1 2022), llegaría al 3,2%¹¹.

2.2.2 Actividad económica

La recuperación de la economía colombiana iniciada en el tercer trimestre se habría acentuado en el cuarto, con una reversión importante del choque negativo de la pandemia. Pese a ello, los efectos de una segunda ola de contagios a comienzos de 2021 estarían interrumpiendo temporalmente esta tendencia. Las cifras de actividad económica del tercer trimestre mostraron un crecimiento anual del -9,5% (ajustado por estacionalidad y efectos calendario), confirmando el ritmo de recuperación esperado por el equipo técnico (véase el capítulo 3). Para el cuarto trimestre la información disponible sugiere una contracción anual del producto menor que la del tercero y que estaría en el orden del 4,4% (Gráfico 2.20). De confirmarse estos pronósticos, el crecimiento del PIB para todo 2020 estaría en un rango entre el -6,8% y el -7,4%, con una cifra del -7,2% como más probable¹². La flexibilización de las medidas de distanciamiento social, las acciones del gobierno central y los gobiernos locales para sostener el ingreso de los hogares y apoyar financieramente a las firmas, así como las bajas tasas de interés y la amplia liquidez suministrada por el Banco de la República habrían continuado facilitando la recuperación de la actividad económica en el cuarto trimestre. Ello, a pesar de que las pérdidas en el nivel de empleo y en el ingreso de los hogares seguían pesando sobre la velocidad de recuperación. No obstante, es probable que las medidas de distanciamiento social implementadas por algunos gobiernos locales en respuesta al aumento de contagios y muertes por Covid-19 a finales de 2020 y, especialmente, a comienzos de 2021, afecten la dinámica de la actividad económica en el primer trimestre del año, según lo sugieren algunos indicadores de alta frecuencia (como las ventas del comercio medidas con las transacciones electrónicas de algunos bancos comerciales, y la movilidad en lugares no residenciales) (Gráfico 2.21). De acuerdo con esta

11 Con información promedio mensual hasta el 22 de enero de la inflación implícita (*breakeven inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR y de la curva *forward breakeven inflation* (FBEI) en el mismo período.

12 Esto para el caso en que el DANE ratifique las cifras desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario de los tres trimestres anteriores.

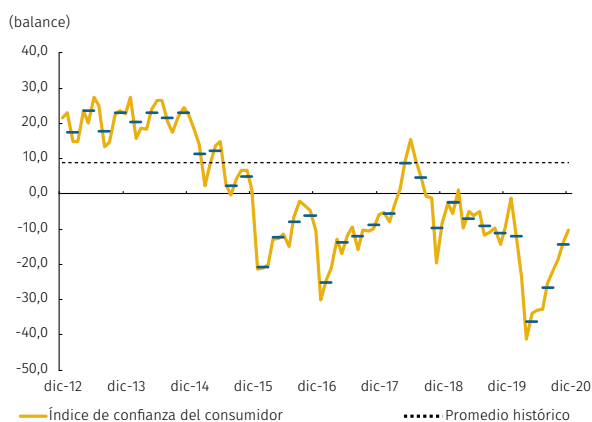
información, el impacto sobre el PIB en los primeros meses del año podría ser cercano al registrado en agosto de 2020¹³.

En el cuarto trimestre de 2020 la recuperación económica habría continuado impulsada, principalmente, por la reactivación de la demanda interna. En estos meses el consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo habrían desempeñado un papel crucial en el restablecimiento de la actividad económica, muy por encima de los otros componentes del gasto. Así, la demanda interna habría continuado mejorando en el cuarto trimestre, aunque habría registrado una variación anual negativa y cercana a la del PIB, y sus niveles habrían seguido siendo inferiores a los prevalecientes antes de la pandemia.

El repunte del consumo de los hogares habría sido particularmente notable, recuperando a finales del año buena parte del terreno perdido por el choque de la pandemia en el segundo trimestre, y registrando caídas anuales mucho menores que las del tercer trimestre y que las de otros componentes del gasto privado. Las cifras de ventas al por menor sin combustibles ni vehículos a noviembre, con un crecimiento anual del 11,7% (serie desestacionalizada), apuntan en esta dirección. Por subcomponentes de este agregado, el consumo de bienes no durables, el menos afectado por el choque, habría mostrado una tasa de expansión similar a la del tercer trimestre. Los gastos en bienes semidurables y durables habrían registrado crecimientos trimestrales significativos (impulsados, en parte, por el día sin IVA y otras jornadas de descuento), e incluso en el último caso la tasa de crecimiento anual podría haber sido positiva. El consumo de servicios, el más castigado por las medidas de aislamiento preventivo y el cierre de establecimientos, habría presentado una caída anual importante, pero con una notable expansión en niveles frente a lo observado un trimestre atrás. La recuperación del consumo privado siguió favorecida por la mejoría que se percibió en la confianza de los consumidores en los últimos meses del año (Gráfico 2.22), aunque continuó limitada por la caída del empleo y del ingreso de los hogares. Con respecto al consumo público, la estimación de crecimiento para el cuarto trimestre contempla una aceleración moderada en este gasto, a tasas anuales que seguirían siendo inferiores a las observadas en 2019.

La inversión, por su parte, habría aumentado en niveles, aunque se mantendría aún muy lejos de lo observado antes del choque de la pandemia. Dentro de este rubro se espera que el gasto en maquinaria y equipo, impulsado nuevamente por compras de equipo rodante de transporte y por los estímulos tributarios provistos en la Ley de Financiamiento de 2019, haya consolidado la significativa recuperación observada en el tercer trimestre y que, al cierre del año, su crecimiento anual

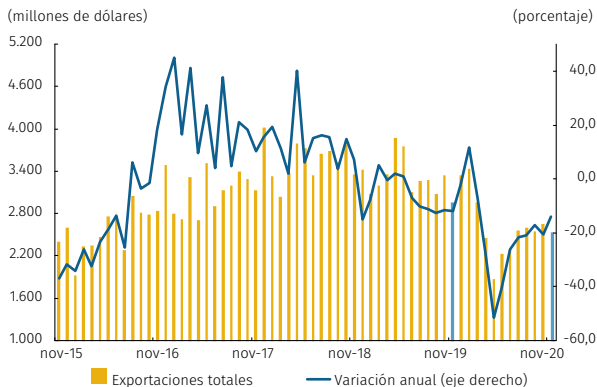
Gráfico 2.22
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

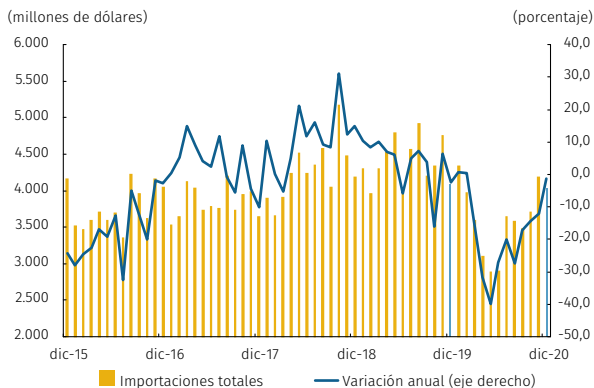
¹³ La estimación del primer trimestre de 2021 incorpora un impacto similar al identificado en agosto de 2020 durante enero y las dos primeras semanas de febrero. Estos impactos fueron incluidos, especialmente, en los sectores de industrias manufactureras, comercio, reparación, transporte y alojamiento, y actividades artísticas y de recreación y otros servicios. Se supuso que estos se concentrarían en las regiones de Bogotá, Antioquia, Valle y Santander. Una aproximación a la metodología utilizada puede encontrarse en el Recuadro 1 del *Informe de Política Monetaria* de abril de 2020.

Gráfico 2.23
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



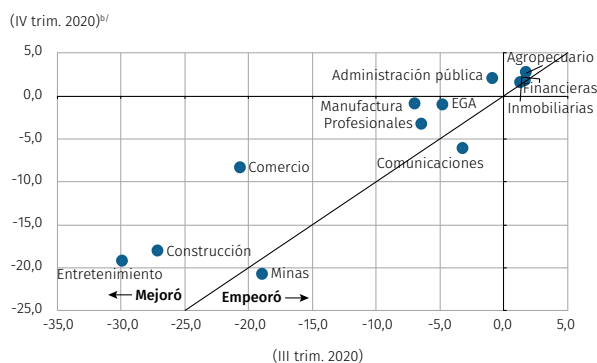
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.24
Importaciones totales de bienes (CIF)
(mensual)



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

Gráfico 2.25
Crecimiento anual por rama de actividad^{a/}
(IV trim. 2020 vs. III trim. 2020)



Nota: Agropecuario: agropecuario, silvicultura, caza y pesca; Minas: explotación de minas y canteras; Manufactura: industria manufacturera; EGA: electricidad, gas y agua; Construcción: construcción; Comercio: comercio, reparación, transporte, alojamiento y servicios de comida; Comunicaciones: información y comunicaciones; Financieras: actividades financieras y de seguros; Inmobiliarias: actividades inmobiliarias; Profesionales: actividades profesionales, científicas y técnicas, y actividades de apoyo; Administración pública: Administración pública y defensa, educación y salud; Entretenimiento: actividades artísticas, de entretenimiento y recreación, y actividades de los hogares.

a/ Cifras desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
b/ Este dato corresponde al pronóstico del equipo técnico del Banco de la República.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

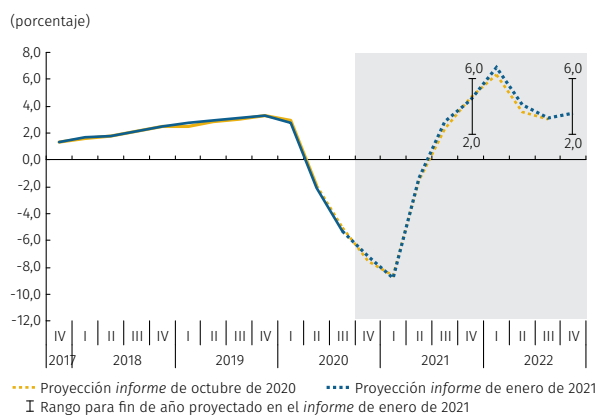
sea positivo. El pronóstico supone que en el cuarto trimestre se habría empezado a superar el rezago en la recuperación de la inversión en obras civiles que se observó en el tercero. Cabe señalar que a la fecha existen proyectos de infraestructura vial cuya estructuración y financiación estarían aseguradas. Finalmente, la inversión en vivienda habría registrado un crecimiento trimestral muy modesto, y seguiría siendo el subcomponente de la formación bruta de capital más golpeado, a pesar del dinamismo que han exhibido las ventas de vivienda residencial en los últimos meses¹⁴.

Al igual que en el tercer trimestre, en el cuarto el aporte de la demanda externa neta al crecimiento económico habría sido poco, sobre todo por el pobre desempeño de las exportaciones. Las ventas externas en dólares del DANE a noviembre (Gráfico 2.23) apuntan a una pequeña recuperación de las exportaciones reales en pesos en el cuarto trimestre. Estas habrían continuado afectadas por choques de oferta y por una demanda de los principales socios comerciales aún muy restringida. Los choques de oferta estarían afectando las exportaciones de carbón, como se explica más adelante. Estas ventas, junto con las de petróleo, continuaron mostrando caídas anuales en dólares muy importantes de acuerdo con la información preliminar del DANE. De esta forma, la modesta expansión de las exportaciones habría sido posible por las ventas de oro, de bienes no tradicionales y, en menor medida, de los servicios. Las importaciones, por su parte, habrían mostrado una mayor recuperación frente al tercer trimestre que las exportaciones, teniendo en cuenta las cifras en dólares a diciembre (de acuerdo con los avances de la DIAN) (Gráfico 2.24). Este desempeño es consistente con el aumento que se espera para la demanda interna de bienes de origen importado y la normalización paulatina de las líneas mundiales de comercio.

La información disponible por el lado de la oferta también apunta a una fuerte recuperación de la actividad económica para el cuarto trimestre, la cual fue impulsada por aquellos sectores más beneficiados con la flexibilización de las normas de distanciamiento social y con una menor percepción de riesgo de contagio. Las cifras del tercer trimestre evidenciaron un mejor comportamiento en todas las ramas de producción, respecto a los niveles históricamente bajos del segundo trimestre. Con la finalización del esquema de aislamiento preventivo obligatorio a comienzos de septiembre, estas tendencias se han venido consolidando, y se prolongaron durante el cuarto trimestre. Todo apunta a que en esos meses se dio la recuperación de un amplio conjunto de ramas de actividad económica (Gráfico 2.25), aunque sin alcanzar aún, en la mayoría de ellas, los niveles registrados con anterioridad a la pandemia. En particular, la industria manufacturera habría recuperado niveles muy cercanos a los presentados a finales de 2019 y la subrama de comercio al por mayor y por menor tendría un crecimiento anual soportado por la muy buena dinámica de las ventas minoristas, sin

14 De acuerdo con cifras de Camacol, las unidades vendidas de vivienda en los 19 departamentos de cobertura crecieron 17,8% anual en el cuarto trimestre (un 12,6% en el segmento VIS y un 29,7% en el segmento no VIS).

Gráfico 2.26
PIB acumulado, 4 trimestres ^{a/}
(variación anual)



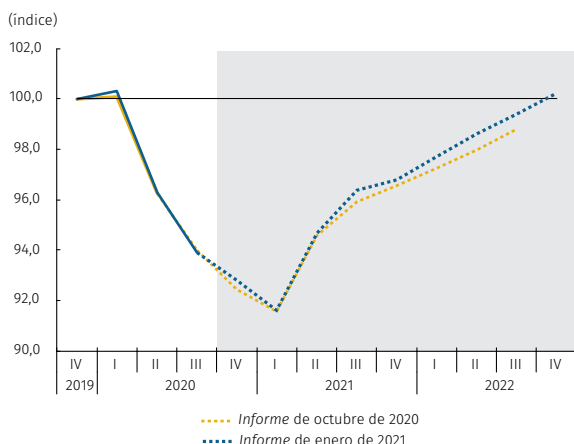
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

combustibles ni vehículos, registradas en octubre y noviembre que, sin embargo, serían contrarrestadas parcialmente por un menor registro en diciembre. No obstante, los sectores de actividades artísticas y de recreación, la construcción y la minería continuarían presentando contracciones anuales pronunciadas, debido a las restricciones de operación que aún imperan sobre distintas actividades de servicios, los bajos niveles de avance en proyectos edificadores y obras civiles, y la pronunciada caída en el precio del petróleo, junto con huelgas y cierres en algunas minas de carbón.

En el presente y siguiente año el crecimiento económico seguirá siendo determinado por la evolución de la pandemia, por las medidas que se adopten para frenar su avance, y por sus consecuencias de mediano plazo sobre la capacidad productiva y la salud de las finanzas públicas. Uno de los factores

más importantes para la dinámica de la recuperación es la celeridad con que se efectúen las campañas de vacunación tanto en Colombia como en el resto del mundo. Para 2021 se proyecta un crecimiento del 4,5%, con un rango entre el 2,0% y 6,0%, el cual es amplio, dadas las importantes fuentes de incertidumbre que aún persisten, como se explica más adelante. Este pronóstico es similar al presentado en el informe de octubre (Gráfico 2.26), pero incorpora las medidas de distanciamiento social más restrictivas de comienzos de año y supone el cumplimiento de las metas de vacunación contra el Covid-19 presentado por el gobierno nacional a comienzos de 2021. En este sentido, supone una reducción paulatina de la incidencia del Covid-19 una vez se supere la segunda ola de contagios en el primer trimestre de este año. Ello permitiría que se relajen las medidas de distanciamiento social y que se retome la senda de apertura y normalización de los diferentes sectores productivos. Dado lo anterior, en el frente interno el crecimiento debería ser impulsado por el aumento de la confianza de los consumidores y por la continuación del proceso de apertura de las actividades productivas, una vez finalicen las medidas de aislamiento de comienzo de año, lo que permitiría un mayor gasto, sobre todo en servicios. A ello se suma una política monetaria que continuaría siendo expansiva y unas condiciones crediticias favorables. En el frente externo la recuperación de los principales socios comerciales, la cual se revisó levemente dado el impacto favorable que se espera tenga el proceso de vacunación contra el Covid-19 en curso en muchos países, permite esperar un mejor desempeño del sector exportador y del precio de las materias primas, en un contexto de propicias condiciones financieras externas. En este sentido, el país continuaría contando con amplias fuentes de financiamiento externo. Los resultados de actividad económica en 2021 se verían favorecidos por las bajas bases de comparación en 2020, en especial durante el primer semestre. Por componentes de la demanda se espera que el mayor crecimiento esté soportado por un mejor desempeño de la inversión en obras civiles, producto de importantes programas de obras públicas en los niveles nacional y local, cuya ejecución debería ganar terreno en 2021. Se espera, así, que se supere el rezago en la recuperación de este gasto que se observó en 2020. El consumo privado, cuya participación en el gasto es cercana a los dos tercios, también continuaría acercándose a los niveles prepandemia, aunque a un ritmo más moderado.

Gráfico 2.27
 PIB acumulado, 4 trimestres^{a/}
 (IV trim. 2019 = 100)



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

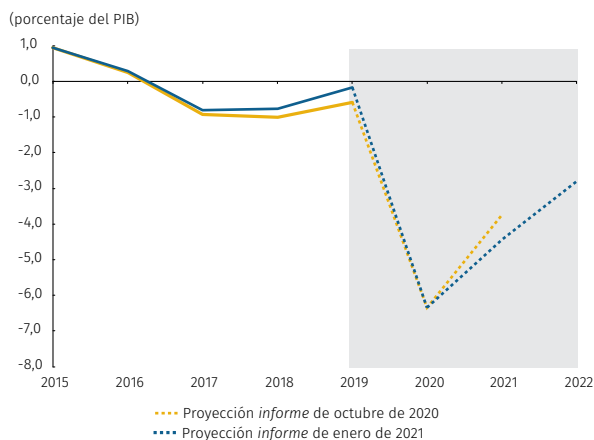
Algo similar se proyecta para las exportaciones, que de todas maneras seguirían exhibiendo niveles relativamente bajos, ya que no se anticipa una recuperación plena de las ventas de carbón, de petróleo y de servicios. Por el lado de la oferta, el crecimiento estaría impulsado por las ramas de la construcción, especialmente en el segmento de obras civiles, el grupo de comercio, reparación, transporte y alojamiento, y la industria manufacturera; resultados que también serían explicados por las bajas bases de comparación.

Hacia el mediano plazo se sigue esperando una convergencia paulatina de la actividad económica hacia los niveles anteriores a la pandemia, situación que debería alcanzarse hacia finales de 2022 (Gráfico 2.27). Esta dinámica sería producto de una lenta recuperación del ingreso disponible de los hogares en un entorno de tasas de desempleo menores que las actuales, pero aun históricamente altas y con situaciones financieras frágiles para las familias y las empresas. A lo anterior se suman unos términos de intercambio que, a pesar de recuperarse, seguirían siendo menores que los observados en años anteriores. También inciden en este pronóstico posibles cambios en los patrones de consumo que puedan afectar la demanda agregada, una alta incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y los posibles efectos de una reforma fiscal, mencionada en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP)*, los cuales se reflejarían en una recuperación relativamente lenta en 2022 y una brecha de producto que se mantendría aún negativa en ese año. Así las cosas, para este informe se prevé un crecimiento del 3,5% para 2022 como escenario central, con un rango entre el 2,0% y 6,0%, teniendo en cuenta las diferentes fuentes de incertidumbre.

Teniendo en cuenta las previsiones en materia de actividad económica, se espera que la tasa de desempleo nacional continúe decreciendo y para 2021 se ubique en promedio entre un 12,5% y un 15,5%. En la segunda mitad de 2020 la recuperación de la ocupación se dio a un mayor ritmo que el de la participación, lo cual permitió descensos consecutivos de la tasa de desempleo en todos los dominios geográficos (véase el capítulo 3). A partir de este hecho y del escenario de pronóstico macroeconómico contemplado en este informe, se espera que la TD nacional continúe disminuyendo. No obstante, esta caída se daría a un menor ritmo que la observada en la segunda mitad de 2020, dada la lenta recuperación del empleo asalariado y formal, así como una actividad económica que en niveles sería aún inferior a los del período prepandemia. Así, se estima que en promedio la TD nacional para todo 2021 estaría entre un 12,5% y 15,5%, con valor más probable en el 14,0%, lo cual significa una corrección a la baja frente al intervalo presentado en el informe de octubre (entre el 14,0% y 16,3%). Se espera, entonces, que el mercado laboral continúe ampliamente holgado y no constituya una fuente de presiones inflacionarias vía costos laborales en el horizonte de pronóstico.

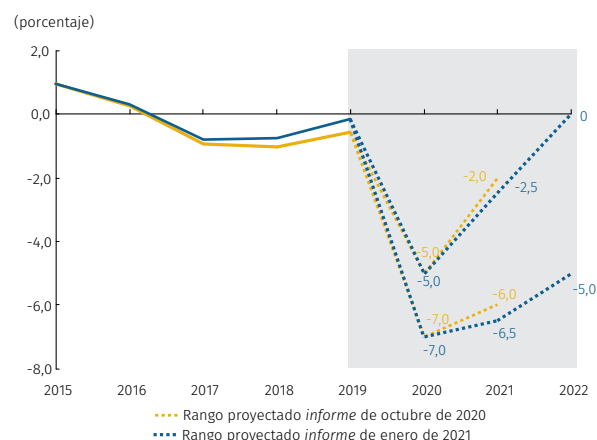
La economía colombiana continúa enfrentando importantes fuentes de incertidumbre, siendo la principal de ellas la evolución de la pandemia y su impacto sobre el aparato productivo y los patrones de comportamiento de los agentes económicos. En el escenario descrito se supone que la pandemia cede

Gráfico 2.28
Brecha del producto anual^{a/}



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

Gráfico 2.29
Brecha del producto anual (rangos)^{a/}



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

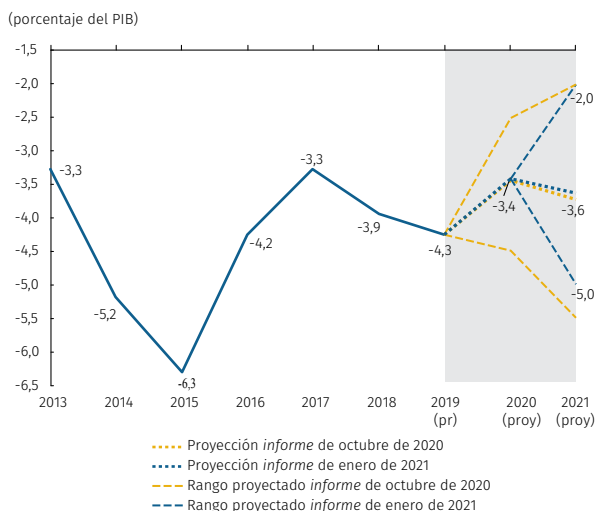
paulatinamente en Colombia y en buena parte de los socios comerciales del país, en la medida en que avanza el programa de vacunación o que se alcanza unos niveles relativamente altos de inmunidad en los próximos meses. No obstante, a la fecha no se puede descartar la aparición de nuevas olas de contagio que retrasen el restablecimiento pleno de la actividad económica y que conduzcan a un crecimiento más bajo que el contemplado en el escenario central, tanto en el país como en el exterior, en particular para algunos socios comerciales de la región. En relación con la emergencia sanitaria, también persiste una incertidumbre importante en torno a la composición de los choques de oferta y de demanda que esta ha generado y sus implicaciones sobre el crecimiento futuro. En Colombia, además, la senda de la deuda pública es un factor importante en el pronóstico macroeconómico. Teniendo en cuenta los pronunciamientos del Gobierno, el pronóstico contempla la realización de una reforma fiscal que entraría en vigor a partir de 2022. Esta reforma, que permitiría llevar la deuda pública a los niveles proyectados en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* y mantener abiertas las fuentes de financiamiento para el país a un costo relativamente bajo, podría tener algunos efectos de corto plazo sobre la actividad económica. No obstante, los impactos específicos de una reforma fiscal sobre el escenario macroeconómico solo se podrán estimar cuando se conozcan más detalles sobre ella. La magnitud de la reforma, el momento en que sea implementada, y el conjunto de medidas fiscales que sean adoptadas en esta son riesgos sobre el pronóstico.

La información más reciente de actividad económica e inflación sugiere mayores excesos de capacidad productiva en el horizonte de pronóstico, dada una aparente recuperación más rápida del producto potencial. En este informe se sigue considerando que la pandemia ha afectado tanto a la demanda como a la oferta agregada de la economía, pero que existen excesos de capacidad importantes, derivados de la prevalencia de los choques de demanda sobre aquellos de oferta. La información más reciente indica la coincidencia de una inflación básica baja y menor que la esperada, al tiempo con un crecimiento estimado mayor que el proyectado. Esto sugiere la presencia de excesos de capacidad significativos y de una recuperación del PIB potencial más rápida que la anticipada. Los cierres registrados a comienzos del año estarían profundizando los excesos de capacidad por un tiempo. Con todo esto, se estima que la brecha del producto contemplada en el escenario central se ubicaría en un -6,3% en 2020, dentro de un rango del -7,0% y -5,0%, con un producto potencial que crecería un -1,3% (frente al -1,9% estimado en el informe de octubre). En 2021 y 2022 el PIB potencial aumentaría un 2,4% y un 1,8%, respectivamente, con tasas de crecimiento anuales a finales de este último año que serían superiores al 2%. Para los mismos años la brecha del producto se mantendría negativa en -4,4 (entre -6,5% y -2,5%) y -2,8% (entre -5,0% y 0,0%) (gráficos 2.28 y 2.29). Todo esto sería consistente con unas sendas de inflación algo más bajas que las previstas. Estas estimaciones se enmarcan en una incertidumbre elevada derivada de la combinación de choques que estarían afectando simultáneamente la oferta y demanda agregadas de la economía.

2.2.3 Balanza de pagos

El déficit de la cuenta corriente en 2020 (-3,4 % del PIB) se habría reducido en relación con el observado en el año anterior, acorde con la contracción de la economía colombiana (Gráfico 2.30)¹⁵. La caída del consumo y la inversión privada en el país habrían contribuido a la reducción de las importaciones y de la rentabilidad de la inversión extranjera directa enfocada en el mercado local. Lo anterior, junto con las menores utilidades de las empresas con capital extranjero dedicadas a la extracción de petróleo y carbón, habrían sido los principales determinantes de la reducción del déficit en la cuenta corriente. Además, las remesas de trabajadores crecieron un 2,5 % en 2020, conforme a su carácter contracíclico y debido a que el ingreso de los migrantes habría sido favorecido por los estímulos fiscales en algunas economías donde estos residen. Por otro lado, la corrección del déficit habría estado parcialmente contenida por el choque negativo a los términos de intercambio y a la demanda externa, y su impacto sobre las exportaciones colombianas, así como por las restricciones a la movilidad de los viajeros internacionales, que habrían reducido el superávit en servicios asociados al turismo del país. Desde una perspectiva sectorial, la contracción del déficit sería consecuencia del ajuste en el gasto del sector privado, que contrastaría con un mayor déficit fiscal.

Gráfico 2.30
Cuenta corriente anual



(pr): preliminar.
(proy): proyección.

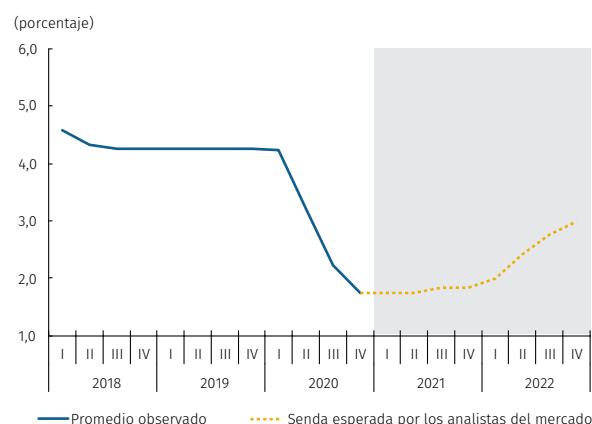
Nota: la estimación del déficit de cuenta corriente para el año 2020 incorpora el posible efecto de una revisión en las cifras observadas del año debido a una actualización en la metodología de estimación de la balanza comercial de servicios. Fuente: Banco de la República.

En 2021 el déficit de la cuenta corriente se ampliaría al -3,6 % del PIB (Gráfico 2.30), año en el que se espera se inicie la reversión de los choques originados por la pandemia. En ese sentido, el repunte esperado de la demanda interna impulsaría el crecimiento de las importaciones y la recuperación de la rentabilidad de las empresas con participación extranjera, dinámicas que propiciarían la ampliación del déficit y que ganarían fuerza en la segunda mitad del año. Esta proyección incluye un efecto parcialmente compensatorio derivado de la recuperación de los ingresos externos corrientes del país. La reversión de los choques en el mundo soportaría una mayor demanda externa por parte de nuestros socios comerciales y una mejora de los términos de intercambio del país. Dado lo anterior, en 2021 se prevé una recuperación de las ventas externas de los principales productos básicos, entre los que se destacarían el petróleo, el oro y el café, y de las exportaciones de productos industriales. Además, las remesas de trabajadores continuarían exhibiendo ritmos de expansión positivos, aunque moderados. Todos los factores que explican la proyección del déficit para 2021 están sujetos a una gran incertidumbre, la cual se refleja en un intervalo de pronóstico entre el -5% y -2% del PIB.

El país continuaría con acceso al financiamiento externo, en un entorno financiero global favorable de bajas tasas de interés y amplia liquidez. En 2020 la inversión extranjera directa (IED)

15 La estimación del déficit de la cuenta corriente para el año 2020 incorpora el posible efecto de una revisión en las cifras observadas del año debido a una actualización en la metodología de estimación de la balanza comercial de servicios. Las series revisadas y los detalles metodológicos serán publicados el próximo mes en la página web del Banco de la República.

Gráfico 2.31
Tasa de interés de política monetaria



Fuente: Banco de la República.

habría contribuido a la financiación del déficit de la cuenta corriente de manera significativa, aunque en menor proporción que en los años anteriores. En ese año el sector público habría incrementado su participación dentro de la estructura de financiamiento externo mediante un mayor endeudamiento y la liquidación de inversiones en el exterior. En contraste, el sector privado habría constituido activos netos durante 2020, lo cuales, junto con la acumulación de reservas internacionales, habrían compensado parcialmente la expansión de los pasivos externos del país. Hacia adelante la recuperación de la actividad económica local e internacional propiciaría un repunte generalizado de la IED en 2021. Además, se espera que las condiciones financieras internacionales continúen siendo favorables en 2021, permitiendo el acceso al financiamiento por medio del endeudamiento y los flujos de portafolio.

2.2.4 Política monetaria y tasas de interés esperadas por los analistas

La mediana de la tasa de interés de política esperada por los analistas a finales de 2021 y 2022 se sitúa en el 1,83% y 3%, respectivamente (Gráfico 2.31). En la encuesta mensual de expectativas realizada por el Banco de la República y aplicada a los analistas en enero, la mediana de las respuestas para el primer semestre de 2021 ubica la tasa de interés de intervención en el 1,75% y en 1,83% a finales del año. Los encuestados esperan incrementos adicionales en 2022, con una mediana que se sitúa en el 3% a finales de ese año. En el horizonte de pronóstico (ocho trimestres) los mayores excesos de capacidad productiva y la menor inflación estimados en este informe son compatibles con un sendero esperado de tasas de interés de referencia que, en promedio, es inferior que el implícito en el anterior *Informe de Política Monetaria* y que el esperado por los analistas en enero del presente año. No obstante, la incertidumbre sobre el crecimiento económico, la velocidad de recuperación, el grado de afectación de la demanda agregada y de la capacidad productiva, y las condiciones externas siguen siendo altas en el horizonte de pronóstico y deberán seguir siendo evaluadas a la luz de la información disponible y la evolución de la pandemia.

En el ejercicio de pronóstico la principal fuente de incertidumbre sobre las proyecciones de inflación y crecimiento proviene de la evolución de la crisis sanitaria y las medidas requeridas para enfrentarla. La posibilidad de rebrotes y un recrudecimiento de la crisis sanitaria producto de la pandemia global sigue siendo el principal factor de riesgo en las proyecciones macroeconómicas. En el caso de presentarse una nueva ola de contagios que requiera medidas adicionales de confinamiento, esto podría afectar la actividad económica más allá de lo contemplado en este informe. Si esto último se ve reflejado en una demanda más débil y un mayor deterioro del mercado laboral, ello podría conducir a una senda de inflación más baja. La dinámica de las expectativas de inflación y el comportamiento de las condiciones financieras externas del país también serán importantes en la evaluación de las presiones inflacionarias en el horizonte de política monetaria.

03 / Situación económica actual

3.1 Comportamiento de la inflación y precios

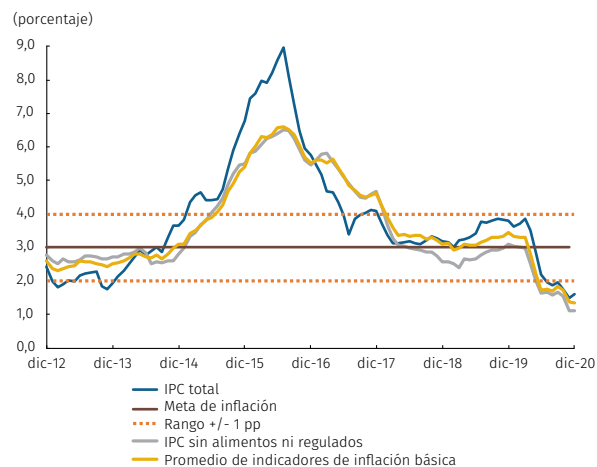
En el cuarto trimestre de 2020 siguieron prevaleciendo importantes presiones bajistas sobre la inflación total y básica, originadas, en gran medida, en la debilidad de la demanda y amplios excesos de capacidad productiva. En estos últimos meses del año, a pesar de un mejor dinamismo en la actividad económica, la existencia de una brecha del producto ampliamente negativa siguió traduciendo en caídas o mínimos ajustes de precios para un conjunto amplio de bienes y servicios. A esto se sumó el efecto que siguió teniendo la rebaja temporal de impuestos indirectos en varios ítems de la canasta del consumidor y el impacto de la jornada del día sin IVA en noviembre. Como en trimestres anteriores, las presiones provenientes del tipo de cambio no se han traspasado significativamente a los precios, en buena parte debido a la brecha de producto negativa. Estas presiones serían menores ahora por la apreciación que exhibió el peso hacia finales del año.

La inflación anual al consumidor mantuvo una tendencia decreciente, cerrando el año en 1,61% y con un nivel inferior al previsto en el informe anterior (1,9%). Este registro de diciembre, que fue considerablemente menor que el de un año atrás (3,80%), refleja el fuerte impacto que ha tenido el choque de la pandemia en los precios, tal y como se ha venido documentando en informes anteriores. Este dato es, además, el más bajo para un final de año desde la existencia de información oficial y consolidada (1951) para el índice de precios al consumidor (IPC) total nacional. A la par con este comportamiento, la inflación básica también presentó de nuevo un importante descenso en el cuarto trimestre, como lo señala el dato del IPC sin alimentos ni regulados en diciembre (1,11%), 56 puntos base (pb) menos que el registro de septiembre. Las otras dos medidas de inflación básica también cayeron y su promedio se situó en el 1,34% (Gráfico 3.1). El resultado para el IPC sin alimentos ni regulados también fue inferior a lo previsto en el informe de octubre.

Durante el cuarto trimestre se presentaron algunas presiones alcistas en ciertos rubros, aunque insuficientes para compensar las presiones bajistas sobre la inflación al consumidor. Este fue el caso de los costos asociados con la disminución del aforo y los requerimientos de medidas mucho más estrictas de bioseguridad en algunas actividades económicas, los cuales habrían generado alzas de precios en algunos servicios, donde la interacción social es alta. A lo anterior se suman otras presiones de costos no laborales que habrían surgido a finales de año, probablemente asociadas con mayores costos de transporte y con el comportamiento de los precios al productor.

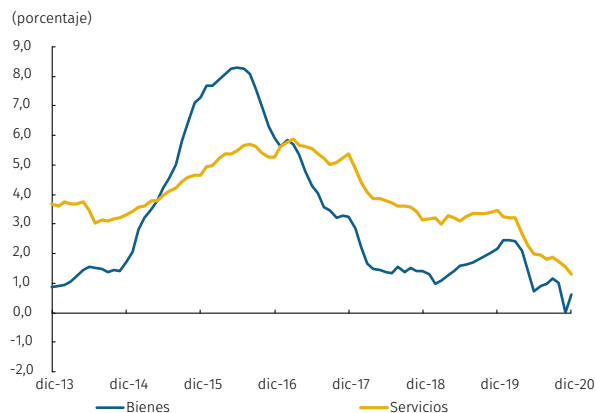
La extensión de la vigencia de algunos alivios de precios, la realización de un día sin IVA en noviembre y la reciente apreciación del peso, en un contexto de demanda débil, llevaron

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



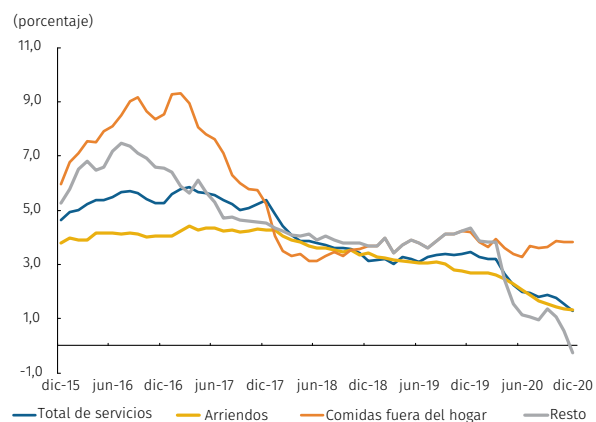
Fuentes: DANE y Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



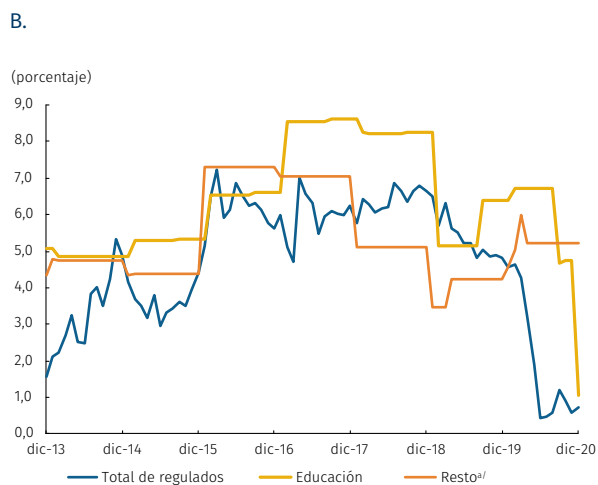
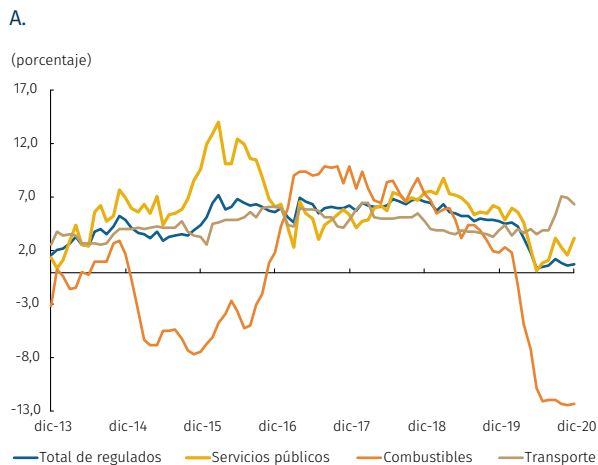
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

a un descenso marcado del ajuste anual en el IPC de bienes en el último trimestre del año. La variación anual del IPC de bienes sin alimentos ni regulados se situó en diciembre en 0,63%, un registro significativamente inferior al de septiembre (1,15%) y al esperado en el informe de octubre (Gráfico 3.2). A pesar de la recuperación gradual de la economía a lo largo del territorio nacional y del mejor desempeño de la demanda, los excesos de capacidad productiva siguieron siendo amplios, y las intenciones y capacidad de gasto de los hogares continuaron afectadas, lo que se tradujo en pocos aumentos de precios en la canasta de bienes. La reversión del alivio del impuesto al valor agregado (IVA) para productos de aseo personal y del hogar, que se esperaba para el cuarto trimestre, fue pospuesta por el gobierno nacional para el primer trimestre de 2021¹⁶, lo que en parte explica los resultados inferiores a los pronosticados. A esto se sumó la tercera jornada del día sin IVA, realizada el 21 de noviembre, que generó caídas de precios importantes en ese mes en los productos cobijados por la medida (vestuario, electrodomésticos, artículos electrónicos, aparatos de comunicación, entre otros), las cuales solo se revirtieron parcialmente en diciembre, probablemente como consecuencia de una demanda aún débil. Esta debilidad de la demanda también explicaría, al menos en parte, que el traspaso de la depreciación nominal acumulada del peso a los precios haya sido relativamente bajo. Adicionalmente, las presiones provenientes de la tasa de cambio habrían sido menores al final del año, por la reciente apreciación del peso. Los bienes asociados con medios de transporte (vehículos, motos y bicicletas), para los cuales la demanda ha resultado más dinámica, han sido la excepción y han presentado variaciones positivas no despreciables.

La variación anual del IPC de servicios también se redujo de manera importante en el cuarto trimestre, como consecuencia de una recomposición del gasto de los hogares y de la debilidad de la demanda, factores que predominaron sobre el aumento de los costos de operación en algunos sectores. Un efecto importante de las medidas adoptadas para el control de la pandemia ha estado asociado con una disminución en el consumo en general de servicios en favor de productos como alimentos y algunos bienes esenciales (medicinas, productos de aseo e higiene, entre otros). Lo anterior se reflejó en el descenso de la variación anual del IPC de servicios entre septiembre (1,86%) y diciembre (1,29%) (Gráfico 3.3). Una contribución importante a este descenso provino de las tarifas de educación no regulada. La caída de la demanda por estos servicios, en particular por la educación superior, y los menores costos que puede conllevar la modalidad virtual, generaron reducciones sustanciales en matrículas y pensiones en la segunda mitad del año, incluido el cuarto trimestre. A diciembre la variación anual de este subgrupo fue del -16,6% y las de todo el segmento “resto”, que incluye la educación no regulada, fue

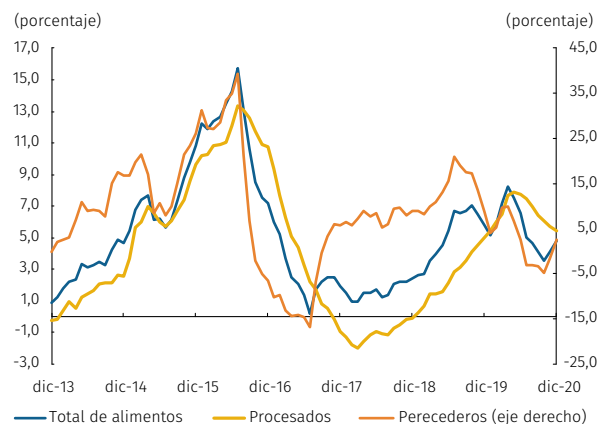
16 El Ministerio de Salud y Protección Social, mediante la Resolución 2230 del 27 de noviembre de 2020, prorrogó la emergencia sanitaria en todo el territorio nacional hasta el 28 de febrero de 2021, con lo cual el no cobro del IVA a los productos de aseo e higiene se aplazó hasta que termine la emergencia sanitaria. Inicialmente la emergencia sanitaria se anunció mediante la Resolución 385 del 12 de marzo de 2020, luego prorrogada por las Resoluciones 844 del 26 de mayo de 2020 y 1462 del 25 de agosto.

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



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

Gráfico 3.5
IPC de alimentos por grupos y sus componentes



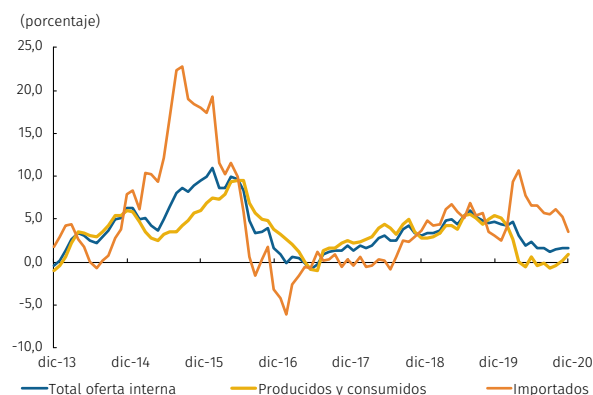
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

del -0,3% (frente al 1,4% en septiembre). El otro rubro que siguió presionando a la baja al IPC de servicios fue arriendos, cuya variación anual se redujo del 1,5% en septiembre al 1,3% en diciembre. Aquí también la debilidad de la demanda estaría desempeñando un papel crucial al inducir a renegociaciones extraordinarias de contratos y al congelamiento de los cánones (Gráfico 3.3). Estas presiones bajistas fueron parcialmente compensadas en los últimos meses por aumentos considerables en los precios del transporte intermunicipal (del 40,5% anual en diciembre). Dichas alzas probablemente estuvieron asociadas con los mayores costos de operación debido a las limitaciones de aforo y a las normas más estrictas de bioseguridad. Algo similar estaría sucediendo con las comidas fuera del hogar, rubro que, aunque no presentó una aceleración de la variación anual en el último trimestre, sí mantuvo registros relativamente altos (del 3,8% en diciembre), a pesar de la rebaja temporal del impuesto al consumo del 8,0%.

Caídas en los precios de la educación regulada condujeron a un descenso del ajuste del grupo de regulados hacia finales de año. Debido a ello la variación anual del IPC de regulados retrocedió al 0,73% en diciembre, desde el 1,19% registrado en septiembre (Gráfico 3.4, panel A). La educación regulada (primaria y secundaria) finalizó el año 2020 con una variación anual (1,1%) inferior a la observada en septiembre (4,7%), debido a la incorporación por parte del DANE en diciembre de la información obtenida de una encuesta aplicada a los planteles educativos, la cual indagó sobre la reducción en el cobro de pensiones a raíz de la emergencia sanitaria (Gráfico 3.4, panel B). El resto de los segmentos de regulados, o se mantuvieron estables, o aumentaron con respecto al nivel que registraron en septiembre. El ajuste anual de servicios públicos terminó 2020 en el 3,2%, mostrando una alta volatilidad durante todo el segundo semestre del año por la aplicación intermitente de alivios en diferentes ciudades del país (Gráfico 3.4, panel A). En particular, durante el cuarto trimestre el gas le imprimió una alta volatilidad al segmento de los servicios públicos, dado que, para los ciclos de facturación de septiembre a noviembre, se amplió en 10 puntos porcentuales (pp) adicionales el subsidio al consumo básico de gas para los estratos 1 y 2 de la población, el cual se dejó de aplicar desde diciembre. La variación anual de combustibles (-12,2%) y del subgrupo “resto” (5,2%) no mostró cambios de importancia en el cuarto trimestre. Por su parte, el ajuste anual de transporte aumentó entre septiembre (5,4%) y diciembre (6,4%), en especial, como consecuencia de un incremento en las tarifas del servicio público de transporte urbano en Cartagena.

En el último trimestre del año el IPC de alimentos presentó alzas algo mayores que las previstas, debido a presiones alcistas en los precios de los alimentos perecederos. En efecto, la variación anual del grupo alimentos aumentó entre septiembre (4,13%) y diciembre (4,80%), tendencia alcista que lideró la evolución de los precios de los alimentos perecederos, cuyo ajuste anual pasó del -3,4% en septiembre al 2,5% en diciembre (Gráfico 3.5). Es importante anotar que este repunte no estuvo asociado con una contracción generalizada de la oferta de alimentos, según se desprende del alto nivel de abastecimiento de alimentos registrado en los últimos tres meses del año en

Gráfico 3.6
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

las principales centrales de acopio del país. Además, porque la adecuada disponibilidad de alimentos en el mercado local se ha beneficiado de unas condiciones climáticas favorables derivadas del actual fenómeno climático de La Niña¹⁷, cuyas mayores precipitaciones impulsan en general el rendimiento de los cultivos agrícolas y de las actividades pecuarias. Así las cosas, el repunte del cambio anual de los alimentos perecederos, en especial en los dos últimos meses de 2020, fue explicado principalmente por una base de comparación estadística muy baja (en estos mismos meses de 2019 se presentaron caídas importantes en el nivel de estos precios). Por su parte, la variación anual del IPC de alimentos procesados mantuvo la tendencia decreciente observada desde mediados de año, al descender del 6,4% en septiembre al 5,4% en diciembre, sin que aún se perciban presiones alcistas derivadas del incremento desde mediados del año pasado de los precios internacionales¹⁸. Posiblemente, estos precios están siendo compensados, además de la debilidad de la demanda, por la relativa estabilidad de la tasa de cambio durante el tercer trimestre y la apreciación del peso observada durante el último trimestre de 2020.

Durante el cuarto trimestre los costos no laborales interrumpieron la tendencia descendente que venían registrando desde el segundo semestre de 2019. La aproximación de estos costos no laborales mediante la variación anual del índice de precios al productor (IPP) de oferta interna muestran un desempeño alcista entre septiembre (1,20%) y diciembre (1,65%) (Gráfico 3.6). Dicho comportamiento se le atribuye al componente local del IPP, al pasar de terreno negativo en septiembre (-0,7%) a positivo en diciembre (0,8%). A su vez, este repunte del IPP local se explica, principalmente, por el cambio anual de los precios al productor de bienes agropecuarios (del 4,5% en septiembre al 10,2% en diciembre), cuya dinámica se vio impulsada por el ajuste en los precios de las hortalizas, legumbres y oleaginosas. El sector minero también contribuyó a impulsar la inflación al productor, al pasar del -19,4% en septiembre al -14,2% en diciembre. Por su parte, el IPP del sector industrial se mantuvo con un crecimiento anual levemente por debajo de cero, incorporando en sus precios los excesos de capacidad instalada y la debilidad de la demanda. En contraste, el cambio anual del IPP importado continuó cayendo entre septiembre (5,6%) y diciembre (3,6%), desempeño que estaría asociado con la apreciación del tipo de cambio de las últimas semanas.

17 De acuerdo con la National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA, por su sigla en inglés), el actual episodio de La Niña es de intensidad moderada y se extenderá, con una probabilidad cercana al 95%, al menos hasta finales del invierno del hemisferio norte, con una potencial transición a condiciones climáticas normales, con una probabilidad del 55%, durante la primavera (abril-junio). Al respecto, véase El Niño Diagnostic Discussion, Climate Prediction Center and International Research Institute for Climate and Society, enero de 2021.

18 El repunte de los precios internacionales del último semestre tiene varias explicaciones. Los cereales, afectados principalmente por problemas climáticos, han visto reducida la oferta proveniente de los Estados Unidos y Rusia. En el caso del arroz se conjugó una baja producción en Vietnam y Tailandia, junto con un incremento en la demanda de la India y Pakistán. La oferta de productos bovinos se ha visto afectada por reducciones de la oferta proveniente de Oceanía, mientras que los productos porcinos aún afrontan un abastecimiento mundial reducido por problemas fitosanitarios en algunos países asiáticos.

3.2 Crecimiento económico y demanda interna

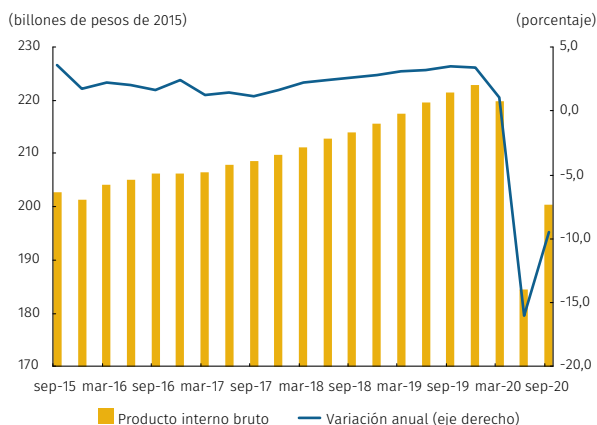
3.2.1 El PIB del tercer trimestre

En el tercer trimestre la economía colombiana comenzó a recuperarse del choque sin precedentes ocasionado por la pandemia del Covid-19, creciendo frente al bajo nivel del segundo trimestre, pero con una tasa de variación anual aún muy negativa. Los datos de crecimiento del PIB del tercer trimestre confirmaron que la economía habría tocado fondo en el segundo trimestre, como consecuencia del choque de la pandemia generada por el Covid-19. Este rebote de la actividad económica ha ido de la mano con la flexibilización de las medidas de distanciamiento social, las medidas del gobierno central y los gobiernos locales para sostener el ingreso de los hogares y apoyar financieramente a las firmas, así como con las bajas tasas de interés y la amplia liquidez suministrada por el Banco de la República, lo que en conjunto habría contribuido al mejoramiento de la confianza de consumidores y empresarios, y facilitando la recuperación parcial de la economía. No obstante, durante este período persistieron las diferencias en los grados de afectación entre los distintos sectores, dadas las restricciones que se sostuvieron para mantener un adecuado nivel de distanciamiento social en el desarrollo de ciertas actividades.

Las cifras del PIB del tercer trimestre confirmaron un ritmo de recuperación de la actividad económica cercano al previsto. De acuerdo con el DANE, en el tercer trimestre el PIB registró una contracción anual de -9,5% en la serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario (daec) (Gráfico 3.7) y de -9,0% en la serie original. La variación anual registrada para este período es equivalente a un aumento del 39,6% (en términos de variaciones trimestrales anualizadas) frente al dato del segundo trimestre, cuando la economía recibió el impacto más fuerte del choque de la pandemia. Adicionalmente, el DANE realizó revisiones en la serie original para el primer trimestre (de 1,4% a 1,2%) y el segundo trimestre (del -15,7% al -15,8%) de 2020¹⁹. En conjunto, estos registros ubican el crecimiento del producto de los primeros tres trimestres en -8,2%²⁰, siendo este un desempeño similar al de otras economías de la región y al de algunos países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (Gráfico 3.8).

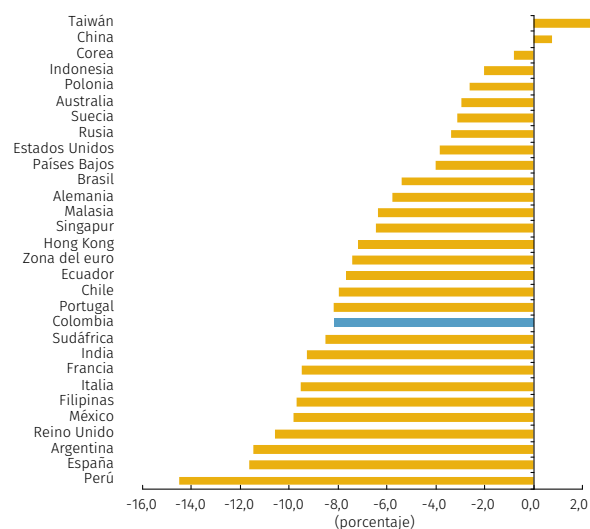
La recuperación del PIB en el tercer trimestre se dio, principalmente, por una mejora en el comportamiento de la demanda interna. La caída anual de este agregado (-9,8%), a pesar de haber sido ligeramente superior a la del PIB, fue significativamente inferior a la del segundo trimestre (-17,4%) (Gráfico 3.9). Por componentes, tanto el consumo como la formación bruta de capital registraron recuperaciones muy importantes, pero sus niveles siguen siendo marcadamente inferiores a los de 2019. Por su parte, una vez más la demanda externa neta

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



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

Gráfico 3.8
Crecimiento anual en los primeros tres trimestres de 2020
(porcentaje; países seleccionados)

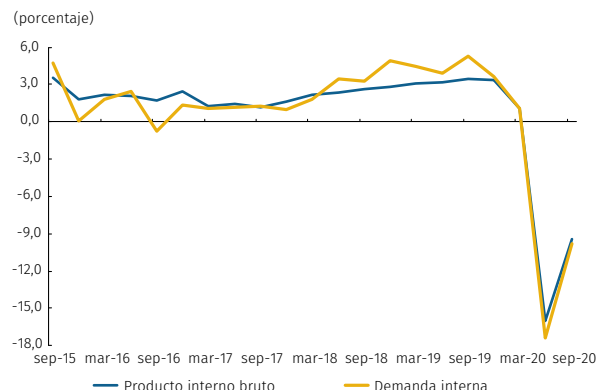


Fuente: Bloomberg, oficinas de estadística y bancos centrales; cálculos del Banco de la República.

19 No obstante, en la serie daec las revisiones se reflejaron en una contracción anual más pronunciada solo en el segundo trimestre (de -15,5% a -16,0%).

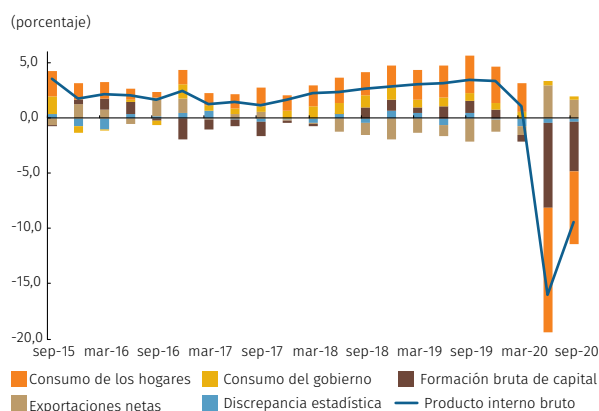
20 Del -8,1% en la serie original.

Gráfico 3.9
Producto interno bruto y demanda interna trimestral^{a/}
(variación anual)



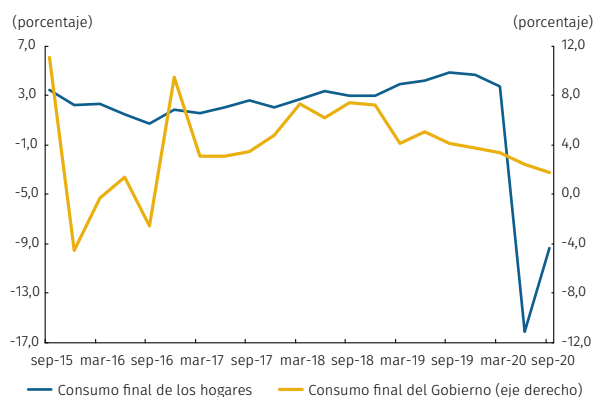
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.10
PIB trimestral por el lado del gasto^{a/}
(variación anual, contribuciones)



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

Gráfico 3.11
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.

contribuyó de manera positiva a la variación anual del PIB, aunque en menor medida que en el segundo trimestre (Gráfico 3.10).

El consumo se recuperó de forma significativa en el tercer trimestre, sin embargo, sus niveles hasta ahora empiezan a ser cercanos a los de 2017.

El consumo de los hogares registró una expansión trimestral importante, después de la caída sin precedentes del segundo trimestre. A pesar de esto, continuó presentando una variación anual negativa (-9,3%) de magnitud semejante a la del PIB. A la mejora en el trimestre contribuyó la apertura parcial del comercio y el relajamiento de las medidas de distanciamiento social. Dentro de este agregado todos los renglones registraron recuperaciones notables, a excepción del consumo no durable, que no cayó en el segundo trimestre. Los consumos semidurable y durable pasaron de retrocesos anuales superiores al 30% a reducciones de 18,7% y 6,9%, respectivamente. El consumo de servicios, el de mayor importancia dentro del consumo privado, también se recuperó, pasando de caer un 20,7% a hacerlo un 14,1%, pero continuó siendo el más golpeado por la pandemia. Finalmente, el consumo no durable sostuvo un crecimiento cercano al del segundo trimestre. Por su parte, el consumo público siguió desacelerándose, y registró una expansión inferior a la del primer semestre del año y a la prevista (Gráfico 3.11). Con lo anterior, pese a su recuperación, el consumo total continuó aportando la mayor contribución a la contracción anual del tercer trimestre desde el punto de vista del gasto, presentando un retroceso anual del 7,3%.

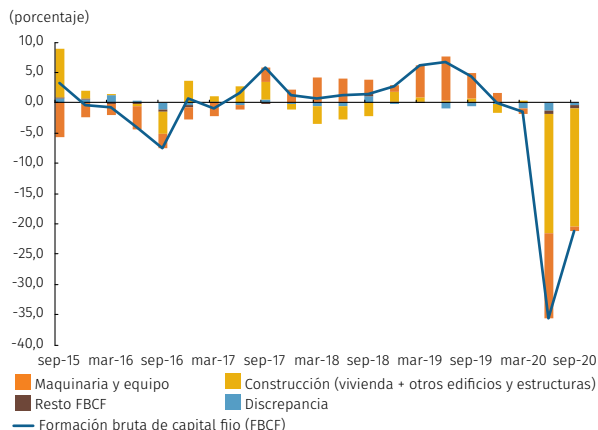
La formación bruta de capital fijo registró un importante crecimiento trimestral, explicado principalmente por la dinámica de la inversión en maquinaria y equipo (Gráfico 3.12).

Este subcomponente pasó de registrar una caída anual del 37,7% en el segundo trimestre a una de solo el 2,2% en el tercero, acercándose bastante a los niveles previos a la pandemia. Los datos de importaciones de bienes de capital sugieren que una parte importante de esta recuperación se explicó por compras de vehículos automotores utilizados para transporte público. Otra parte habría sido explicada por un aumento en la producción nacional de maquinaria, como lo sugieren las cifras de la industria por el lado de la oferta. En contraste, la inversión en vivienda y en otros edificios y estructuras continuaron muy afectadas, al registrar ambos rubros caídas superiores al 20% anual en el tercer trimestre y sin mostrar recuperaciones frente a los registros del segundo.

La mayor recuperación de las importaciones frente a la de las exportaciones llevó a una apertura del déficit comercial en pesos reales en el tercer trimestre.

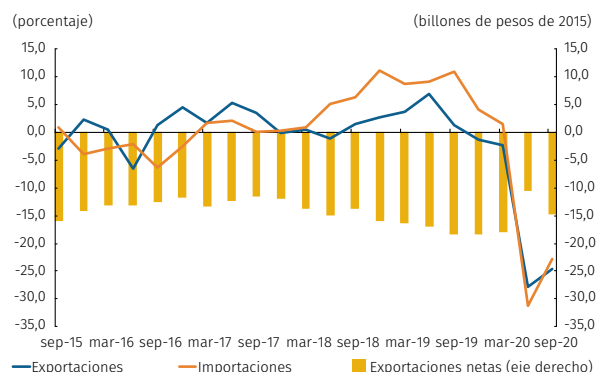
El valor real de las exportaciones registró una recuperación muy modesta e inferior a la esperada (-24,5%). Las ventas externas de bienes mineros y servicios continuaron contrayéndose a tasas anuales importantes y fueron apenas contrarrestadas por el comportamiento menos desfavorable de las exportaciones de bienes agrícolas y no tradicionales. Por otro lado, las importaciones experimentaron una mayor recuperación en el tercer trimestre, consistente con el mejor desempeño de la demanda interna, y pasaron de caer más del 30% anual en

Gráfico 3.12
Formación bruta de capital fijo trimestral^{a/}
(variación anual, contribuciones)



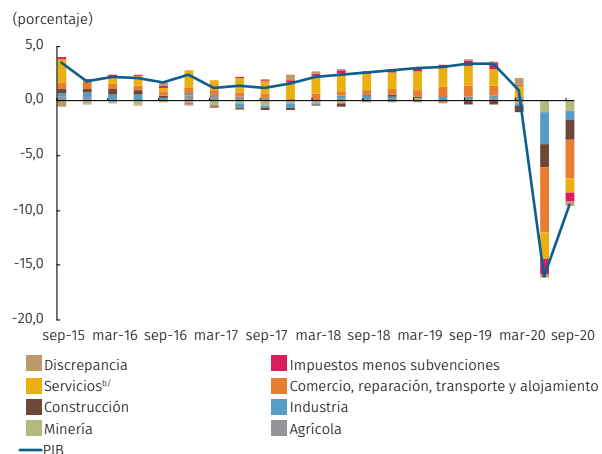
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.13
Exportaciones, importaciones y balanza comercial^{a/}
(variación anual, billones de pesos de 2015)



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

Gráfico 3.14
PIB trimestral por el lado de la oferta^{a/}
(variación anual, contribuciones)



a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
b/ Incluye los sectores de electricidad, gas y agua, información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, actividades inmobiliarias, actividades profesionales, científicas y técnicas, administración pública y defensa, educación y salud, y actividades artísticas, de entretenimiento y recreación.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

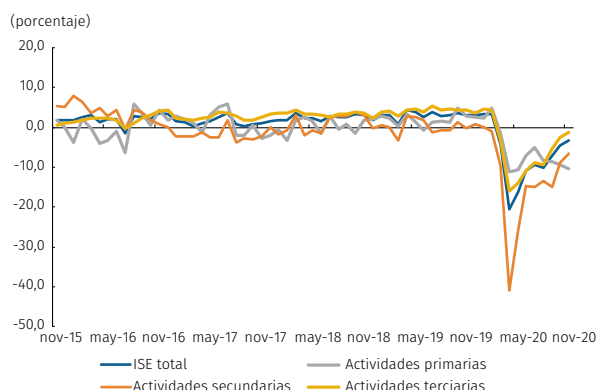
el segundo trimestre a hacerlo en un 22,8% en el tercero (Gráfico 3.13). Dentro de este agregado, las principales contribuciones a la recuperación provinieron de las compras de bienes de consumo duradero y de bienes de capital.

Acorde con la flexibilización paulatina de las medidas de aislamiento social, todas las grandes ramas de actividad productiva tuvieron un mejor comportamiento respecto al segundo trimestre de 2020. No obstante, muchas de ellas continuaron registrando niveles muy por debajo de los observados con anterioridad al choque con caídas anuales considerables (Gráfico 3.14). La industria manufacturera, y la rama de comercio, reparación, transporte y alojamiento, que habían sido afectadas sensiblemente por las medidas de distanciamiento social, fueron las que presentaron las mayores recuperaciones trimestrales, evidenciando el efecto positivo que tuvo la reactivación económica sobre estos sectores. Los resultados, en ambos casos, fueron mejores a los contemplados en el pasado *Informe de Política Monetaria*. En particular, la mejora en la industria manufacturera fue especialmente importante, llegando a niveles cercanos al 92% del valor agregado registrado en el cuarto trimestre de 2019. Por el contrario, la explotación de minas y canteras, la construcción, y las actividades artísticas, de recreación y otros servicios continuaron mostrando caídas anuales pronunciadas, mayores que las previstas y sin grandes aumentos trimestrales en su valor agregado. Los bajos precios de las materias primas, sumados al cierre y la parálisis de algunas minas de carbón, en parte por conflictos laborales, afectaron el comportamiento del sector minero, mientras que la baja ejecución en obras civiles (especialmente por la caída de la inversión en infraestructura minera) y el lento avance de la construcción de edificaciones (donde se han desaccumulado inventarios gracias a un importante dinamismo de las ventas, pero habiéndose iniciado pocos nuevos proyectos) determinaron el comportamiento de la construcción. Las medidas restrictivas que aún prevalecen sobre algunos servicios continuaron determinando el comportamiento de las actividades artísticas y de recreación.

3.2.2 Indicadores de actividad económica del cuarto trimestre

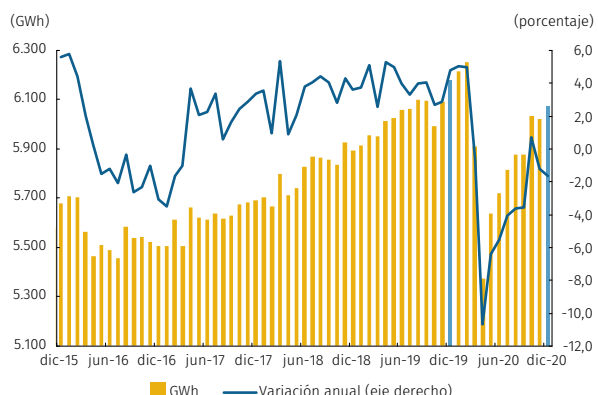
Los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica habría continuado su proceso de recuperación en el cuarto trimestre. La finalización del esquema de aislamiento preventivo obligatorio, a comienzos de septiembre, junto con una recuperación en los niveles de empleo y de la demanda interna, habría permitido que la actividad económica presentara un mayor dinamismo en el cuarto trimestre. Así lo reflejan distintos indicadores sectoriales, cuya recuperación continuó en octubre y noviembre: en series desestacionalizadas, las ventas del comercio minorista sin combustibles ni vehículos pasaron de caer un 3,9% anual en el trimestre julio-septiembre a crecer al 8,8% en el bimestre octubre-noviembre (con una cifra en noviembre que revela un impacto significativo del día sin IVA y jornadas de descuento: 11,7%); la variación anual de la producción de la industria manufacturera pasó del -7,4% en el segundo trimestre al -0,8% en el bimestre octubre-noviembre, y la del ISE, que representa

Gráfico 3.15
ISE total y por sectores de actividad^{a/}, series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario (variación anual)



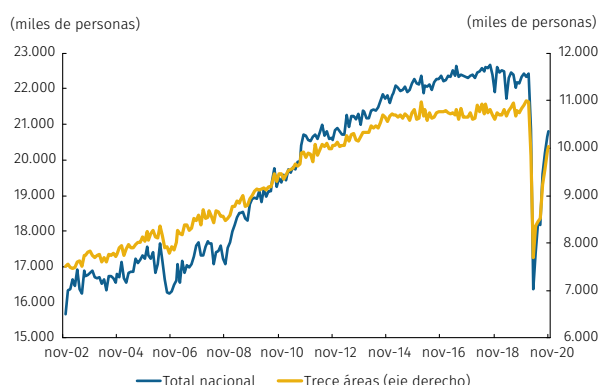
a/ Actividades primarias: agricultura, caza, silvicultura y pesca; y explotación de minas y canteras. Actividades secundarias: industrias manufactureras y construcción. Actividades terciarias: suministro de electricidad, gas y agua; comercio, reparación, transporte y alojamiento; información y comunicaciones;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

Gráfico 3.16
Demanda de energía mensual total SIN^{a/} (GWh y variación anual)



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

Gráfico 3.17
Ocupados por dominios geográficos (series mensuales desestacionalizadas)



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

la medición más completa de actividad económica, pasó del -7,1% en septiembre al -3,9% en promedio para octubre y noviembre. Por grupos de actividades, las secundarias registraron la mayor recuperación (del -14,9% en septiembre al -7,7% en octubre-noviembre) seguidas de las terciarias (del -5,3% en septiembre al -1,9% en octubre-noviembre). Las actividades primarias, por el contrario, presentaron un retroceso, al pasar del -8,5% en septiembre al -9,9% en el bimestre octubre-noviembre (Gráfico 3.15). Otros indicadores, como la demanda de energía (Gráfico 3.16), los de movilidad, las cifras de transacciones de varios bancos comerciales y las matrículas de vehículos revelan que la actividad económica continuó mejorando en noviembre y diciembre.

3.3 Mercado laboral²¹

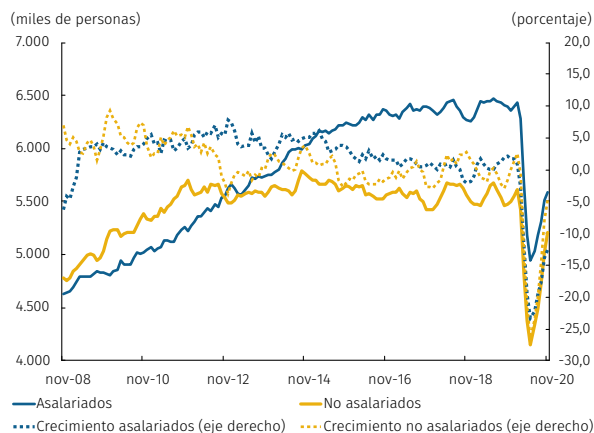
El mercado laboral colombiano continuó recuperándose, aunque registra niveles de empleo muy inferiores a los observados previos a la pandemia. De acuerdo con las cifras desestacionalizadas²² de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE, en noviembre los ocupados en el total nacional y las trece principales ciudades registraron un crecimiento mensual del 0,8% (160.000 empleos) y 1,2% (118.000 empleos), respectivamente (Gráfico 3.17). Con estas cifras, en el nivel nacional se han recuperado entre mayo y noviembre el 73,4% de los empleos que se perdieron entre marzo y abril, y el 71,6% para las trece principales ciudades. De todas maneras, los niveles de empleo son aún significativamente inferiores respecto a lo observado antes de la pandemia, con diferencias de 1,6 millones para el total nacional y de 927.000 para las trece ciudades. Estas cifras reflejan un mercado laboral aún muy deteriorado. De hecho, aunque la paulatina recuperación de la economía ha permitido que la mayoría de los sectores registren incrementos en sus niveles de empleo, aún se evidencia un ritmo de recuperación lento en los sectores de comercio y alojamiento, y en actividades profesionales²³.

El crecimiento del empleo urbano ha sido más rápido en los segmentos no asalariado e informal. La recuperación del mercado laboral en los últimos meses muestra un cambio de composición en la ocupación, por el mayor dinamismo del empleo no asalariado e informal. En el trimestre móvil terminado en

- 21 Para un análisis más detallado de la reciente evolución del mercado laboral, lo invitamos a consultar el Reporte del Mercado Laboral del Banco de la República, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-mercado-laboral>. Dicho reporte contiene, además, un análisis de algunos de los nuevos determinantes de la participación laboral en medio de la crisis sanitaria, entre ellos el efecto del cierre de los servicios de cuidado.
- 22 Las series del mercado laboral presentan estacionalidad, es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo del mes del año. Este fenómeno debe aislarse mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, la información presentada en esta sección corresponde a las series sin dichos efectos calendario, conocidas como series desestacionalizadas.
- 23 Este sector comprende las actividades profesionales, científicas y técnicas, así como las actividades de servicios administrativos y de apoyo.

Gráfico 3.18
Ocupados según calidad de empleo: veintitrés principales ciudades
(trimestre móvil desestacionalizado)

A. Asalariados y no asalariados

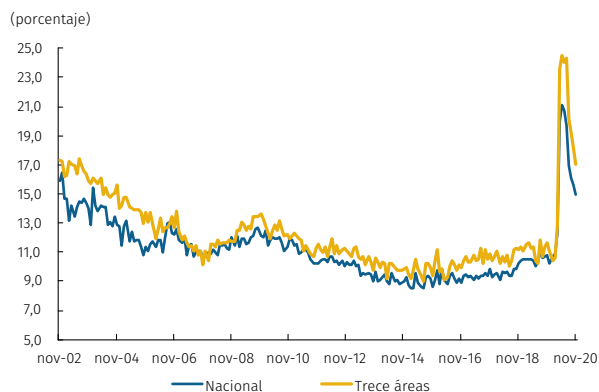


B. Formales e informales



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

Gráfico 3.19
Tasa de desempleo por dominios geográficos
(series mensuales desestacionalizadas)



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

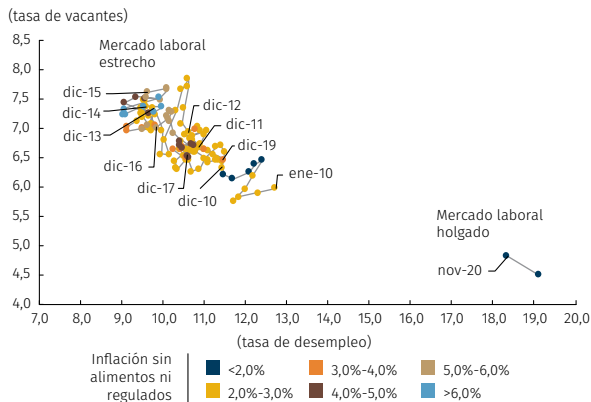
noviembre, el empleo asalariado en las veintitrés ciudades creció un 1,4% (75.000 empleos) y el no asalariado un 3,8% (189.000 empleos), comparados con el trimestre terminado en octubre (Gráfico 3.18, panel A). El mayor crecimiento de este segundo segmento implica que entre mayo y noviembre se ha recuperado cerca del 81% (1,5 millones) de los empleos urbanos perdidos entre marzo y abril, mientras que para la contraparte asalariada esta recuperación es tan solo del 55% (1 millón de empleos). Otro cambio de composición, aunque menos pronunciado, se evidencia entre el empleo formal e informal urbano (Gráfico 3.18, panel B), dado que este último ha recuperado cerca del 70% de sus empleos perdidos, frente al 64% en el segmento formal. El menor dinamismo del empleo formal también lo confirman indicadores alternos provenientes de registros administrativos, como es el caso de los cotizantes dependientes a pensión reportados en la PILA, los cuales a noviembre aún no muestran señales de repunte.

La tasa de desempleo continúa disminuyendo y exhibe importantes disparidades entre grupos poblacionales. La información más reciente de la GEIH sigue reflejando una recuperación de la participación laboral, a raíz de la reincorporación de los inactivos a la actividad productiva. No obstante, el aumento de la participación se da a un menor ritmo que el crecimiento de la ocupación, permitiendo así descensos consecutivos en la tasa de desempleo (TD) tanto nacional como de las trece ciudades. En noviembre la TD desestacionalizada para ambos dominios geográficos se ubicó en el 14,9% y 17,0%, respectivamente, es decir, 0,7 puntos porcentuales (pp) y 1,1 pp por debajo de su registro de octubre (Gráfico 3.19). No obstante, la TD sigue ubicándose en niveles considerablemente altos y su recuperación en los últimos meses se ha dado a menor ritmo que lo observado en agosto y septiembre, meses en los cuales la TD nacional cayó 3,6 pp. Cabe decir que se observan importantes disparidades entre la tasa de desempleo entre distintos grupos poblacionales, siendo la más marcada la existente entre hombres y mujeres del nivel urbano. La brecha de género en la TD²⁴ de las principales siete ciudades se ubicó en el bimestre octubre-noviembre de 2020²⁵ en 8,5 pp, el mayor registro de la historia de la serie trimestral (desde 1984).

El mercado laboral urbano se mantiene holgado, por lo que no se estiman presiones inflacionarias vía costos salariales. Otros indicadores relacionados con la demanda laboral, como es el caso de los distintos índices de vacantes (a partir de GEIH y el Servicio Público de Empleo), muestran niveles aún bajos e inferiores a los registrados en el período prepandemia. Al comparar este hecho con la evolución reciente de la TD urbana, la más reciente estimación de la curva de Beveridge, que relaciona la tasa de vacantes y la de desempleo, sugiere un mercado laboral que a noviembre se mantiene ampliamente holgado (Gráfico 3.20). Lo anterior mantendría una presión a la baja sobre la inflación vía menores ajustes en los costos salariales. Esto se confirma con la información de ingresos la-

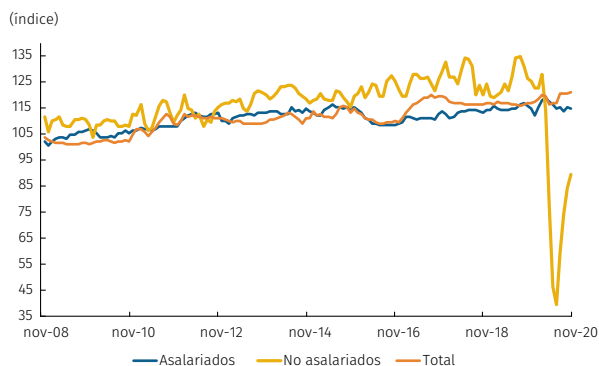
24 Definida como la diferencia entre la TD de las mujeres frente a la de los hombres.
25 Series mensuales desestacionalizadas.

Gráfico 3.20
Curva de Beveridge para las siete ciudades principales



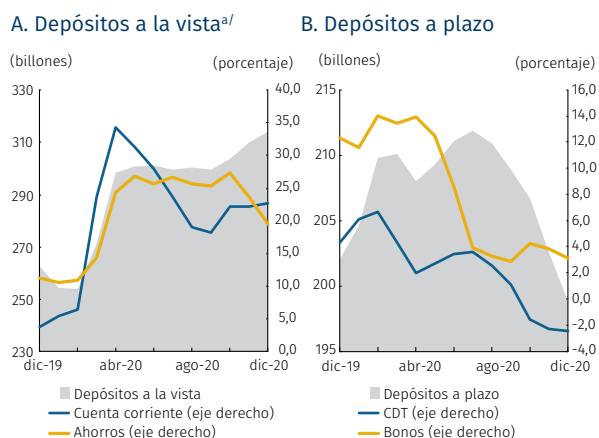
Notas: series desestacionalizadas. Trimestre móvil. Se usa la tasa de vacantes estimada por la metodología de contrataciones de la GEIH, véase Morales, L. F., & Lobo, J. (2017). Estimating Vacancies from Firms' Hiring behavior: The Case of a Developing Economy. Borradores de Economía, (1017). La estimación de la Curva de Beveridge no se encuentra disponible para el periodo comprendido entre marzo y septiembre de 2020, puesto que, el indicador de vacantes con el que usualmente se produce no pudo ser calculado, dada la reducción en el número de preguntas de la GEIH. Fuente: DANE (GEIH) y Banco de la República.

Gráfico 3.21
Índice de ingreso laboral real mediano mensual: veintitrés ciudades^{a/}
(trimestre móvil desestacionalizado)



a/ Base: marzo de 2007. Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.22
Saldo de los depósitos
(promedio mensual y variación anual)



a/ Incluye cuentas corrientes, depósitos de ahorro y otros depósitos a la vista. Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

borales de la GEIH, en la que se registran unos ingresos del segmento no asalariado aún muy deteriorados, mientras que para los asalariados sus ingresos se han mantenido relativamente estables (Gráfico 3.21).

3.4 Mercado financiero y monetario

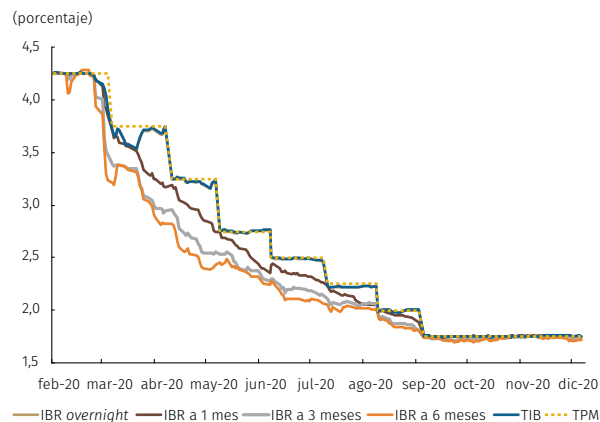
Al final de 2020 las condiciones financieras internas continuaron recuperándose. En el cuarto trimestre la demanda por efectivo y depósitos se moderó. La reducción de las tasas de interés de política continuó transmitiéndose a las tasas de interés de captación y de crédito, las cuales alcanzaron tasas reales históricamente bajas. En el mismo período los desembolsos dirigidos a las distintas modalidades de préstamos aumentaron y a diciembre ya eran similares o superaban los niveles observados previos a la pandemia del Covid-19. Con esto, los niveles de cartera se han recuperado, pero en términos anuales crecen a tasas reales bajas.

Durante el cuarto trimestre de 2020 se presentó una moderación en la demanda por depósitos y efectivo. En diciembre el crecimiento anual del total de los depósitos fue del 10,3%, tasa inferior a la observada en junio (15,4%). Este resultado fue producto de la desaceleración de los depósitos de ahorro, que en el mismo período pasaron de crecer del 25,6% al 19,6%. Por el contrario, el otro pasivo líquido, las cuentas corrientes, que hasta el tercer trimestre también traían una tendencia decreciente, terminaron el año repuntando por el impulso recibido de los mayores giros del Gobierno, y finalizaron el año con una variación anual del 22,6% (Gráfico 3.22, panel A). Por su parte, los depósitos a plazo continuaron debilitándose (Gráfico 3.22, panel B), producto de la dinámica de los certificados de depósito a término (CDT), los cuales presentaron una contracción anual del 2,5%. La menor colocación de estos papeles por parte de las tesorías de los intermediarios y la desaceleración de captaciones de CDT a plazos largos explican este comportamiento. El recaudo con bonos bancarios también continuó registrando menores ritmos de aumento y a diciembre se incrementaron un 3,2% anual. Por otra parte, la demanda por efectivo comenzó a moderarse, pasando de tasas cercanas al 33% en junio y septiembre, al 27% en diciembre.

En el último trimestre del año se presentó un mayor ajuste de las tasas interbancarias a la tasa de interés de política monetaria (TPM), y se mantuvo la tendencia decreciente de las tasas de captación. En ese período las tasas IBR *overnight* y TIB en promedio fueron iguales a la TPM, con una volatilidad máxima de un punto básico (pb) (Gráfico 3.23). Las tasas de interés interbancarias a plazos más largos convergieron a la TPM desde octubre, registrando una volatilidad máxima de 4 pb (Gráfico 3.23). En cuanto a las tasas de interés de los depósitos, entre marzo y diciembre de 2020 los CDT acumularon descensos (-240 pb) en sus tasas, similares a las reducciones en la TPM, comportamiento menos acentuado en las tasas de interés de ahorro (-130 pb).

Las reducciones de la TPM siguen transmitiéndose hacia las tasas de interés de las empresas y los hogares. Entre febrero y diciembre las reducciones de las tasas de interés acumuladas fueron lideradas por los créditos comerciales (Gráfico 3.24,

Gráfico 3.23
Tasa de interés de política monetaria (TPM), tasa interbancaria (TIB) e indicador bancario de referencia (IBR) (datos diarios)

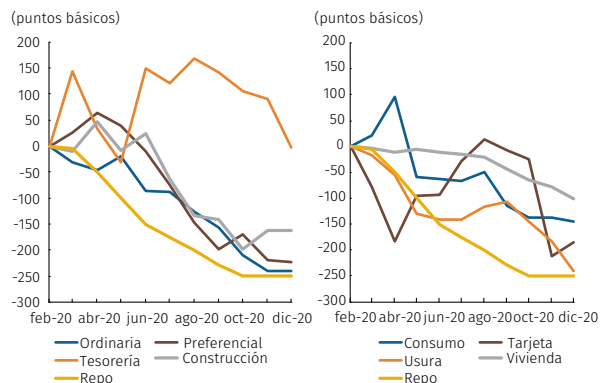


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.24
Tasas de interés de colocación mensuales (variación frente a febrero de 2020)

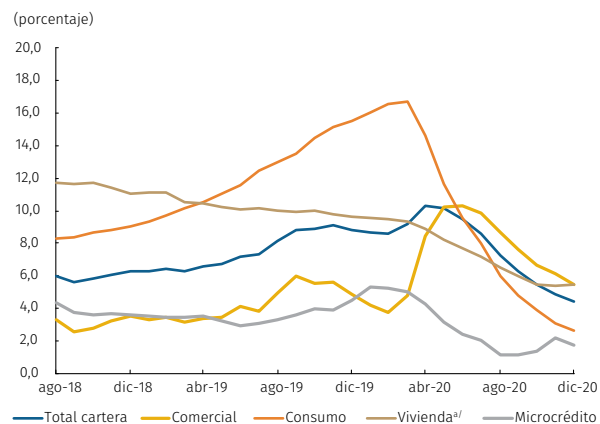
A. Créditos comerciales

B. Créditos a los hogares



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

Gráfico 3.25
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.

panel A) en las modalidades ordinario (-240 pb), preferencial (-222 pb) y construcción (-162 pb). En los créditos a los hogares también se han acumulado importantes reducciones en las tasas de interés (Gráfico 3.24, panel B) sobresaliendo las de tarjeta de crédito (-173 pb), seguidas por las de consumo (-146 pb) y adquisición de vivienda (-100 pb). Las tasas de interés de créditos comerciales de tesorería presentan gran volatilidad y, en promedio, durante la emergencia sanitaria han estado 92 pb por arriba del nivel observado en febrero.

En el último trimestre de 2020 la actividad crediticia se siguió recuperando, pero aún existen altos niveles de incertidumbre y factores que afectan la oferta y la demanda de crédito que deben seguir siendo monitoreadas. A pesar de la magnitud y la duración del choque generado por la pandemia, se han observado varios elementos que han apoyado el comportamiento del crédito durante el año. Dentro de estos sobresalen la reducción de la tasa de política y las medidas de liquidez del Banco de la República; la normalización de mercados financieros claves; la buena disposición a prestar que las entidades financieras manifiestan en la *Encuesta sobre la situación del crédito*; la reducción de los *spread* entre las tasas de interés de los créditos y las de los títulos de deuda pública, los adecuados niveles de solvencia de las entidades frente a los requeridos y el apoyo del Gobierno — como por ejemplo, la cobertura de una parte de los intereses de vivienda²⁶ y el Programa de Acompañamiento a Deudores (PAD)²⁷ establecido por la Superintendencia Financiera—. En este contexto, los niveles de la cartera de consumo y de microcrédito, que habían registrado caídas significativas en el segundo trimestre de 2020, a diciembre ya habían alcanzado los valores observados en febrero. A lo largo del mismo año el nivel de la cartera hipotecaria siempre fue creciente, pero a una tasa moderada. La cartera comercial, que presentó un fuerte aumento en su nivel en el segundo trimestre, debido a los requerimientos de liquidez de las empresas para enfrentar la crisis sanitaria, en el tercero se desaceleró, y a finales de 2020 tendió a estabilizarse. En todas estas modalidades los desembolsos se han recuperado y han alcanzado niveles similares o superiores a los registrados previos a la pandemia. Pese a esta recuperación en el margen, la debilidad de la actividad económica y los altos niveles de incertidumbre continúan elevados, hechos que siguen afectando la oferta y demanda de crédito, y que se ven reflejados en los bajos crecimientos anuales de la cartera (Gráfico 3.25).

26 Mecanismo operado por el Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (Frech).

27 Circular Externa 022 del 30 de junio de 2020, mecanismo más flexible y menos oneroso a los antes disponibles para refinanciar deudas.

Recuadro 1 Expectativas macroeconómicas: análisis de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos*

Hernando Vargas
Alexander Guarín
Anderson Grajales
César Anzola
Jonathan Muñoz*

Las expectativas de la inflación, de la tasa de interés de política, del crecimiento del PIB y de la depreciación nominal constituyen un conjunto de información fundamental para un banco central, en especial en una economía con un esquema de inflación objetivo. Las expectativas macroeconómicas determinan el comportamiento presente y futuro de los agentes y, por tanto, son una pieza de información esencial para la evaluación del estado y las perspectivas de la economía. Asimismo, las expectativas macroeconómicas de los agentes pueden servir de referencia al banco central para contrastar sus pronósticos y orientar su comunicación y sus acciones.

Las expectativas no son observables y, por ende, su seguimiento y evaluación son complejos. En la práctica, son capturadas mediante encuestas a grupos específicos de la población (v. g.: analistas, firmas y consumidores) o inferidas de los instrumentos del mercado financiero (v. g.: tasas BEI, *swaps* y opciones).

Las encuestas recogen de forma oportuna las expectativas de los agentes y permiten estimar directamente su distribución de probabilidad. No obstante, estas fuentes están disponibles a baja frecuencia (v. g.: mensual o trimestral) y para un horizonte de tiempo limitado (v. g.: uno o dos años).

Desde septiembre de 2003 el Banco de la República captura las expectativas de las principales variables macroeconómicas empleando la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos (EME)*. En la primera versión participaron expertos de 46 entidades del sector financiero y se indagó sobre la inflación y la tasa de cambio esperadas para el mes en curso y para doce meses adelante. Posteriormente, la encuesta fue actualizada para incluir expectativas de otras variables y horizontes temporales adicionales.

En la actualidad, se encuesta a 42 analistas del mercado financiero, a quienes se les pregunta, entre otros asuntos,

por la senda esperada de la tasa de interés de política para el mes corriente y los siguientes veinticuatro meses, y las expectativas tanto de inflación anual e inflación anual sin alimentos, como de tasa de cambio a doce y veinticuatro meses adelante. En enero, abril, julio y octubre se indaga sobre el crecimiento anual esperado del PIB en el trimestre anterior, el trimestre corriente y los siguientes seis trimestres. También se consulta el crecimiento *a fin de* esperado del PIB del año en curso y del siguiente año.

La información de la EME es fundamental para el análisis permanente que realiza el equipo técnico sobre la economía colombiana, así como para todos los usuarios de estos resultados, los cuales son publicados mensualmente por el Banco¹. Este recuadro tiene por objetivo ofrecer un análisis de la información de la EME en su conjunto, y evaluar la coherencia de las respuestas de los analistas en cada encuesta y a lo largo el tiempo.

Con este fin, analizamos la distribución de las expectativas de la encuesta más reciente (enero de 2021), y estudiamos su dinámica y dispersión con la información histórica disponible. También, buscamos establecer la relación entre las expectativas macroeconómicas en cada encuesta y entre encuestas a lo largo del tiempo. En particular, nos preguntamos si las respuestas de la EME revelan una relación empírica entre:

- La tasa de interés de política esperada y las expectativas de inflación y de crecimiento del PIB.
- La inflación esperada y las expectativas de crecimiento del PIB y las de la depreciación.

1. Encuesta mensual de expectativas (EME)

En esta sección se analiza la tendencia central y la distribución de las expectativas para un conjunto de variables de la EME de enero de 2021. También, se examina la dinámica de estas mismas expectativas en el período 2003-2021, así como la dispersión de las respuestas de los distintos analistas en cada encuesta.

1.1 Enero de 2021

El Gráfico R1.1 muestra, para la encuesta de enero de 2021, la mediana (línea azul) y la distribución (tonos amarillo para cada cuartil) de las expectativas de los analistas a doce y veinticuatro meses adelante para la inflación anual, la tasa de interés de política, el crecimiento anual del PIB acumulado por cuatro trimestres (4T), y la depreciación anual (calculadas según el Anexo R1.1).

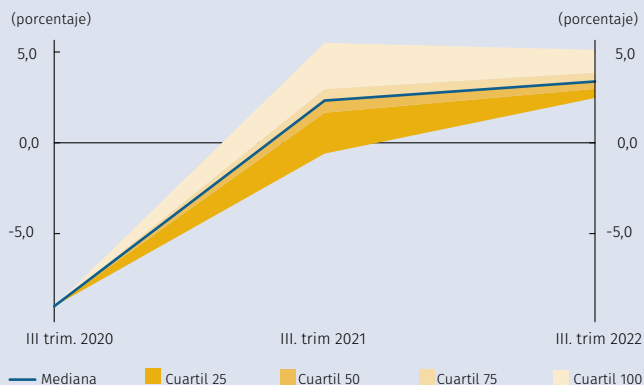
La mediana de las respuestas indica que los analistas esperan que la inflación y el crecimiento del PIB aumenten en los próximos dos años, y que el peso colombiano se aprecie. Aunque los analistas no tienen expectativas de cambios en la tasa de interés de política en 2021, sí esperan que esta aumente en 2022. Sin embargo, la distribución de las respuestas evidencia la amplia incertidumbre que existe en el horizonte de las expectativas.

* Los autores pertenecen a la Gerencia Técnica y al Departamento de Modelos Macroeconómicos del Banco de la República; las opiniones son de su exclusiva responsabilidad y no reflejan necesariamente las del Banco de la República ni la de su Junta Directiva.

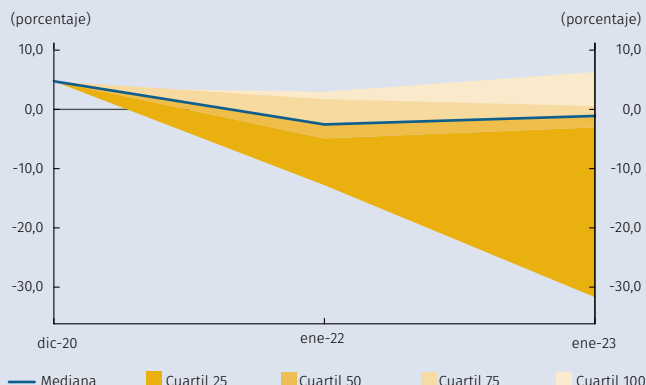
1 www.banrep.gov.co/es/resultados-mensuales-expectativas-analistas-economicos

Gráfico R1.1
Distribución de las expectativas macroeconómicas (EME de enero de 2021)

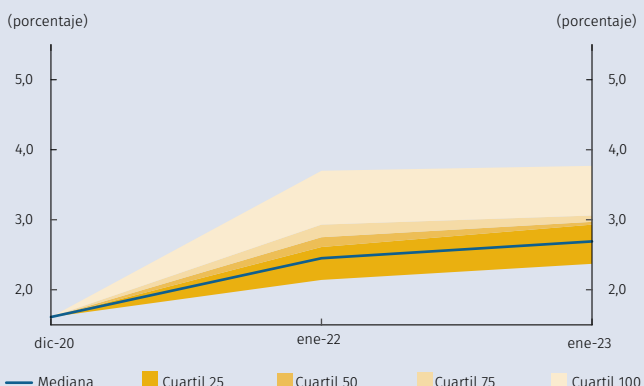
A. Crecimiento anual del PIB (4T)



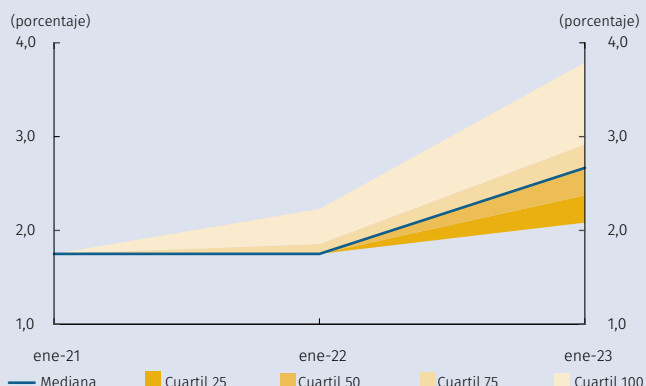
B. Depreciación anual



C. Inflación anual



D. Tasa de interés de política



Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

1.2 Período: septiembre de 2003 a enero de 2021

Para las mismas variables de la EME consideradas en la sección anterior, el Gráfico R1.2 presenta la evolución de las expectativas a doce meses para cada uno de los analistas a lo largo del tiempo (puntos amarillos), así como la mediana de estas respuestas en cada encuesta (puntos rojos). El Gráfico R1.3 ilustra la dispersión² de los datos.

La mediana de las expectativas a doce meses para la inflación anual, la tasa de interés de política y el crecimiento anual del PIB (4T) sigue la dinámica de la respectiva variable observada en la fecha de la encuesta. En contraste, la mediana de la depreciación esperada mantiene una tendencia decreciente a lo largo del período muestral, que es positiva antes de 2010, y después cercana a cero o incluso negativa. Esto difiere de la dinámica observada de esta variable.

En los gráficos R1.2 y R1.3 se observa que la dispersión de las expectativas de los analistas cambia a lo largo del tiempo y, en particular, aumenta ante la presencia de choques específicos en la economía. No obstante, la respuesta de la dispersión ante los choques es distinta según la variable.

En general, la tasa de interés de política esperada muestra el menor grado de dispersión, y le siguen las expectativas de inflación y de crecimiento del PIB. Sin embargo, la dispersión de esta última variable reaccionó de forma considerable con el choque del Covid-19.

La dispersión de las expectativas de inflación aumentó principalmente con los choques de demanda, alzas de los precios del petróleo y alimentos externos entre 2007 y 2008, y la caída de los precios del petróleo y del fenómeno de El Niño entre 2015 y 2016. El grado de dispersión de la depreciación esperada es alto a lo largo de todo el período muestral, aumentando primordialmente en los episodios de la crisis financiera global y de movimientos significativos en los precios del petróleo.

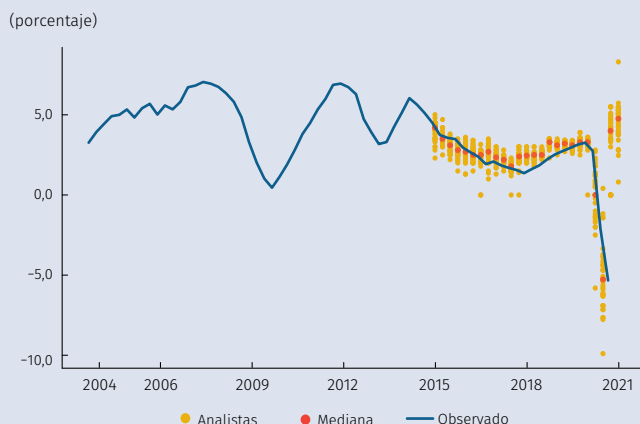
2. Relación entre las expectativas macroeconómicas

En esta sección se investiga la relación entre las expectativas macroeconómicas dentro de cada encuesta, y entre encuestas a lo largo del tiempo. En el primer caso se plantean ejercicios de regresión de corte transversal, mientras que en el segundo se considera el pool de datos para todo el período muestral analizado.

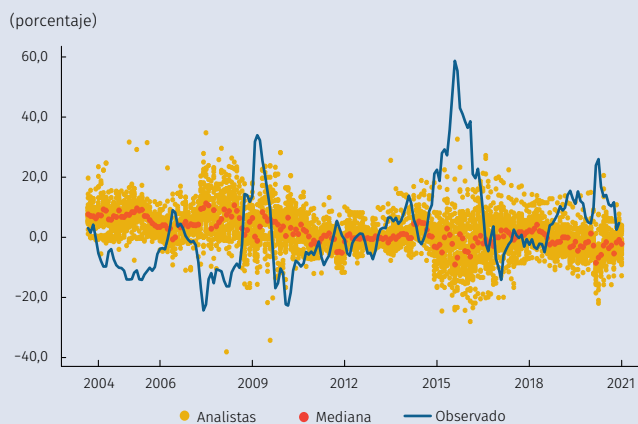
2 Medida como la desviación estándar de las respuestas de los analistas en cada encuesta mensual.

Gráfico R1.2
Expectativas de los analistas a 12 meses (EME septiembre 2003 - enero 2021)

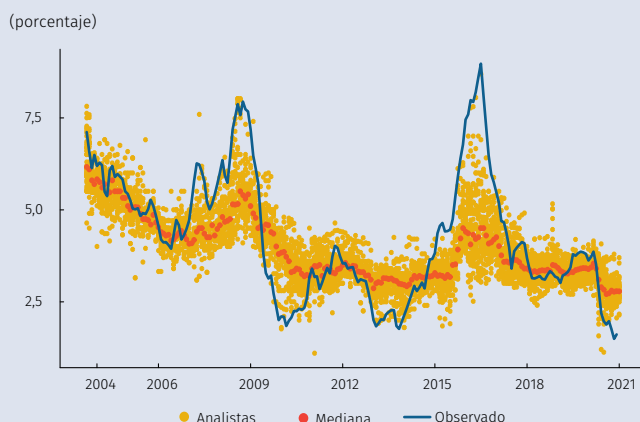
A. Crecimiento anual del PIB (4T)



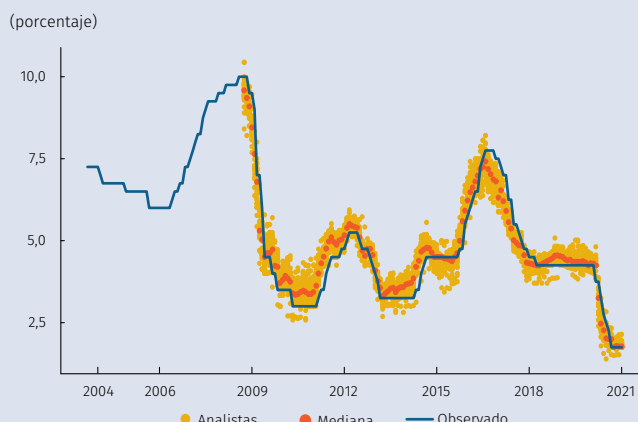
B. Depreciación anual



C. Inflación anual

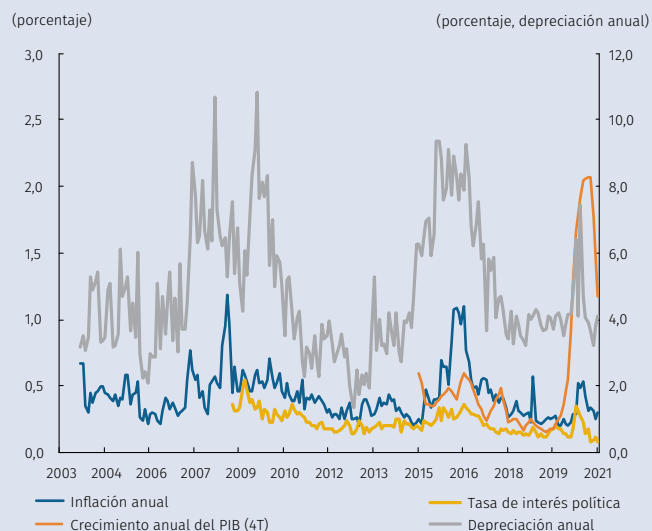


D. Tasa de interés de política



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

Gráfico R1.3
Dispersión de las expectativas de los analistas a 12 meses (EME septiembre 2003 – enero 2021)



Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

En particular, se busca responder a dos preguntas:

a. ¿Existe una relación entre las tasas de interés de política esperadas y las expectativas de inflación y crecimiento del PIB de la EME?

Para responder este interrogante se plantean las siguientes relaciones empíricas:

$$i_j^{e,m} = \mu + \gamma \pi_j^{e,m} + \varepsilon_j \tag{1}$$

$$i_j^{e,m} = \mu + \gamma \pi_j^{e,m} + \theta \Delta y_j^{e,m} + \varepsilon_j \tag{2}$$

donde $i_j^{e,m}$, $\pi_j^{e,m}$ y $\Delta y_j^{e,m}$ representan las expectativas de la tasa de interés de política, de la inflación anual y del crecimiento anual del PIB (4T) para un horizonte m y cada analista $j = 1, \dots, J$ (Anexo R1.1).

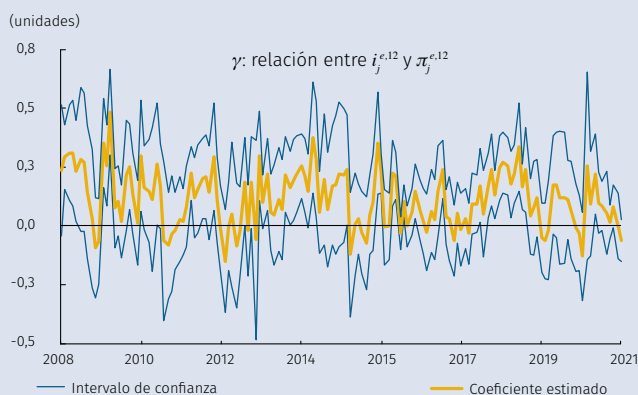
La ecuación (1) establece la relación entre la tasa de política esperada y las expectativas de inflación, mientras que en la ecuación (2) se controla, adicionalmente, por los efectos del crecimiento esperado del PIB. En la estimación de la relación (1) se utiliza información mensual desde octubre de 2008, en tanto que la estimación de la relación (2) incluye datos con frecuencia trimestral desde 2015. A continuación, se presentan varios ejercicios y su análisis para expectativas de la EME a un horizonte $m = 12$ meses.

Bajo un enfoque de corte transversal, se estiman las ecuaciones (1) y (2) por mínimos cuadrados ordinarios (MCO), usando las expectativas de cada una de las EME, y se evalúa la significancia estadística de los parámetros γ y θ usando un intervalo de confianza al 95%. Cada ejercicio de regresión incluye cuarenta observaciones en promedio, correspondientes a las respuestas de analistas en cada EME.

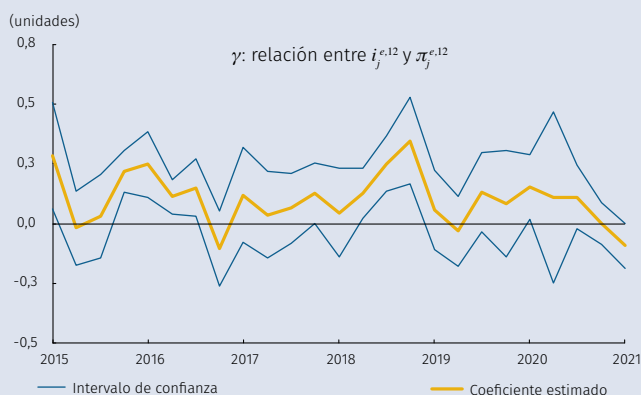
El Gráfico R1.4 muestra el valor estimado de los coeficientes para cada estimación, así como sus correspondientes

Gráfico R1.4
Relación estimada entre las expectativas a 12 meses de la tasa de interés de política, y la inflación y el crecimiento del PIB: análisis de corte transversal

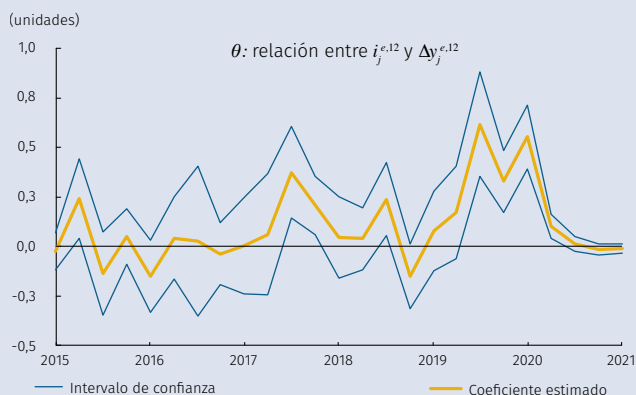
A. Relación entre la tasa de interés de política esperada y la expectativa de inflación (ecuación 1)



B. Relación entre la tasa de interés de política esperada y la expectativa de inflación (ecuación 2)



C. Relación entre la tasa de interés de política esperada y la expectativa de crecimiento (ecuación 2)



Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

intervalos de confianza. Los resultados ilustran, en general, una relación positiva, pero no es estable ni estadísticamente distinta de cero entre las expectativas de la tasa de interés de política y la inflación esperada. Al controlar por el crecimiento esperado del PIB (Gráfico R1.4, paneles B y C), tampoco se observa una relación estable y significativa entre las variables. Por tanto, no se ve en las encuestas que aquellos analistas que esperan una mayor inflación sistemáticamente esperen una tasa de interés de política más alta dentro de cada encuesta.

En los ejercicios de regresión que usan el *pool* de datos se estiman las ecuaciones (1) y (2) por MCO y datos panel con efectos fijos (DP), empleando el conjunto de expectativas de la EME para todo el período muestral. De esta manera, se considera la dimensión temporal de las relaciones entre estas variables.

El Cuadro R1.1 presenta los resultados de la estimación de (1) y (2) por MCO y DP para el *pool* de datos. Los resultados muestran evidencia de una relación positiva y significativa entre la tasa de interés de política esperada y las expectativas de inflación.

Cuadro R1.1
Regresión por MCO y datos panel de las ecuaciones (1) y (2) sobre el *pool* de datos de la EME: expectativas a 12 meses

$i_j^{e,12}$	MCO	MCO	Datos panel	Datos panel
μ	0,000*** (0,000)	-0,005*** (0,001)	-0,002*** (0,000)	-0,009*** (0,001)
$\pi_j^{e,12}$	1,325*** (0,019)	1,398*** (0,048)	1,387*** (0,019)	1,522*** (0,051)
$\Delta y_j^{e,12}$		0,107*** (0,017)		0,098*** (0,017)

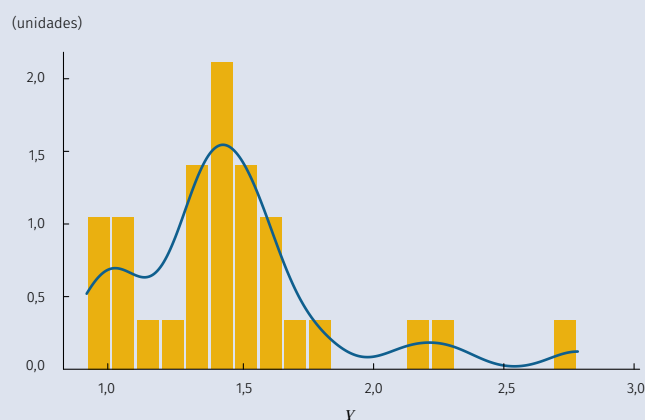
Nota: *, **, *** Significativo al 10%, 5% y 1% respectivamente. Valores en paréntesis corresponden a desviaciones estándar. Los ejercicios de regresión de la ecuación (1) consideran un *pool* de datos de la EME que incluye información desde octubre de 2008, mientras para la ecuación (2) incorpora datos desde el primer trimestre de 2015.
Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

En cada uno de los ejercicios el coeficiente estimado para γ es positivo y mayor que 1. Este resultado implica que los analistas que esperan una mayor inflación a lo largo del tiempo también esperan que el Banco de la República reaccione aumentando la tasa de interés de política, y que este aumento sea mayor que el de la inflación esperada. El Cuadro R1.1 también muestra una respuesta positiva y significativa de la expectativa de la tasa de interés de política respecto al crecimiento esperado del PIB, pero de una magnitud inferior.

El Gráfico R1.5 muestra la distribución de las estimaciones del parámetro γ para cada uno de los analistas a lo largo del tiempo. Se observa que la respuesta de las expectativas de la tasa de interés de política ante cambios en la inflación esperada es positiva y similar para la mayoría de los encuestados.

Los ejercicios anteriores se replicaron para las expectativas a un horizonte de veinticuatro meses y las conclusiones del análisis previo se mantienen (Cuadro R1.2). No obstante, a

Gráfico R1.5
Densidad de la relación estimada entre expectativas a 12 meses de la tasa de interés de política, y la inflación para cada analista (EME octubre 2008 - enero 2021)



Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

Cuadro R1.2
Regresión por MCO y datos panel de la ecuación (1) sobre el pool de datos de la EME: expectativas a 24 meses

$i_j^{e,24}$	MCO	Datos panel (E.F)
μ	-0,029*** (0,003)	-0,046*** (0,003)
$\pi_j^{e,24}$	1,988*** (0,117)	2,536*** (0,124)

Notas: *, **, *** Significativo al 10%, 5% y 1% respectivamente. Valores en paréntesis corresponden a desviaciones estándar. Valores en paréntesis corresponden a desviaciones estándar. Los ejercicios de regresión consideran un pool de datos de la EME que incluye información desde octubre de 2019.
Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

este plazo los analistas esperan una respuesta de la tasa de interés de política a cambios en las expectativas de inflación más fuerte que en el horizonte de doce meses. Esto puede reflejar la percepción de choques más perdurables a la inflación que requieran de una reacción de política mayor. Sin embargo, es importante notar que, dada la disponibilidad de datos, las muestras de ambos ejercicios difieren.

b. ¿Existe una relación entre la inflación esperada y las expectativas de crecimiento del PIB y las de la depreciación de la EME?

En respuesta a esta pregunta se plantean las siguientes relaciones:

$$\pi_j^{e,m} = \alpha + \beta \Delta y_j^{e,m} + \varepsilon_j \tag{3}$$

$$\pi_j^{e,m} = \alpha + \beta \Delta y_j^{e,m} + \delta \Delta s_j^{e,m} + \varepsilon_j \tag{4}$$

Donde $\pi_j^{e,m}$, $\Delta y_j^{e,m}$ y $\Delta s_j^{e,m}$ representan las expectativas de inflación anual, de crecimiento anual del PIB (4T) y de la depreciación anual para un horizonte m del analista $j = 1, \dots, J$ (Anexo R1.1).

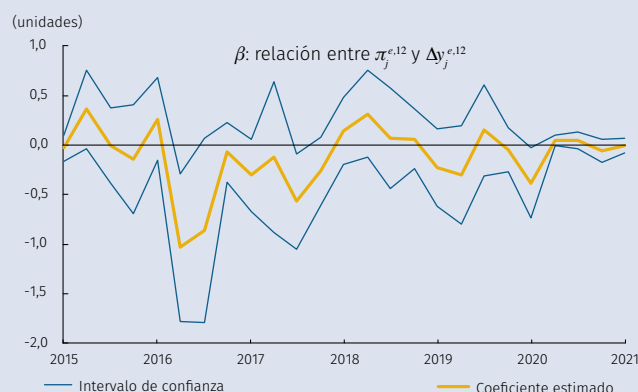
La ecuación (3) establece la relación entre las expectativas de inflación y el crecimiento esperado del PIB, mientras que en la ecuación (4) se controla por los efectos de la depreciación esperada. Para el análisis de ambas relaciones se dispone de información con frecuencia trimestral desde 2015.

Acorde con la estrategia empírica seguida en la sección anterior, se realizan ejercicios de regresión de corte transversal y de pool de datos para las expectativas de la EME a un horizonte $m = 12$ meses.

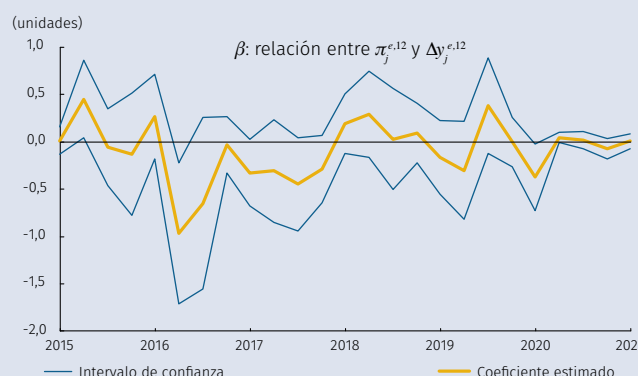
Las ecuaciones (3) y (4) se estiman por MCO usando las expectativas de cada una de las EME, y se evalúa la significancia estadística de los parámetros β y δ usando un intervalo de confianza al 95% (Gráfico R1.6). Las mismas ecuaciones se estiman bajo la estrategia de regresión con el pool de datos,

Gráfico R1.6
Relación estimada entre las expectativas a 12 meses de la inflación, y el crecimiento del PIB y la depreciación: análisis de corte transversal

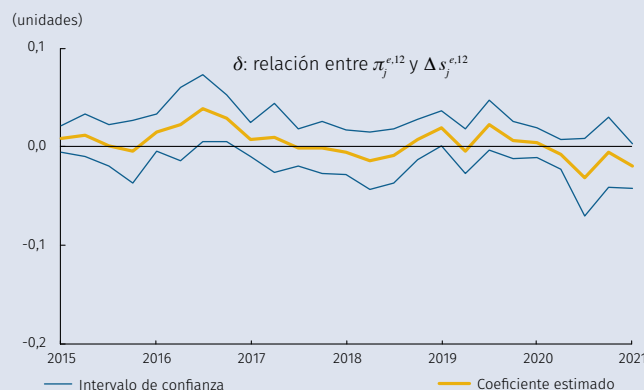
A. Relación entre la inflación esperada y la expectativa de crecimiento del PIB (ecuación 3)



B. Relación entre la inflación esperada y la expectativa de crecimiento del PIB (ecuación 4)



C. Relación entre la inflación esperada y la expectativa de depreciación (ecuación 4)



Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

por MCO y DP utilizando el conjunto de expectativas de la EME para todo el período muestral (Cuadro R1.3).

Cuadro R1.3
Regresión por MCO y datos panel de las ecuaciones (3) y (4) sobre el pool de datos de la EME: expectativas a 12 meses

$i_j^{e,12}$	MCO	MCO	Datos panel	Datos panel
μ	0,035*** (0,000)	0,035*** (0,000)	0,035*** (0,000)	0,035*** (0,000)
$\Delta y_j^{e,12}$	0,019* (0,011)	0,018 (0,012)	0,018 (0,011)	0,016 (0,011)
$\Delta s_j^{e,12}$		0,009** (0,003)		0,002 (0,004)

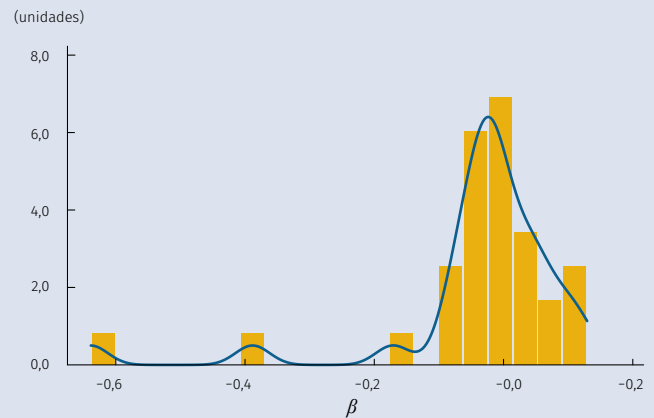
Nota: *, **, *** Significativo al 10%, 5% y 1% respectivamente. Valores en paréntesis corresponden a desviaciones estándar. Los ejercicios de regresión consideran un pool de datos de la EME que incluye información desde el primer trimestre de 2015.
Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

Los resultados del Gráfico R1.6 no muestran una relación estable ni estadísticamente distinta de cero entre la inflación esperada y las expectativas de crecimiento del PIB o de la depreciación. Por tanto, no se ve que en cada encuesta individual aquellos analistas que esperan un mayor crecimiento o depreciación sistemáticamente esperen también una mayor inflación.

Al examinar la relación entre estas mismas expectativas sobre el pool de datos (Cuadro R1.3), tampoco se evidencia una relación estadísticamente distinta de cero (su significancia varía) entre la inflación esperada y las expectativas de crecimiento económico o de la depreciación. Además, los signos de las relaciones estimadas no son robustos a cambios marginales en el conjunto de datos³. Esto sugiere que los analistas no han asociado sistemáticamente los movimientos esperados de la inflación con variaciones esperadas de la demanda agregada o del tipo de cambio a lo largo del tiempo.

El Gráfico R1.7 muestra la distribución de las estimaciones del parámetro β para cada analista a lo largo del tiempo. Se evidencia que la respuesta estimada de las expectativas de inflación ante cambios en el crecimiento esperado del PIB es dispersa entre los analistas, siendo negativa para algunos y positiva para otros. Este gráfico corrobora los resultados presentados en el Cuadro R1.3.

Gráfico R1.7
Densidad de la relación estimada entre expectativas a 12 meses de la inflación, y el crecimiento del PIB para cada analista: EME enero 2015 – enero 2021



Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

Anexo R1.1

El Cuadro A1.1 muestra la información disponible de la EME para las variables consideradas en el análisis desarrollado en este documento.

En los gráficos y los ejercicios de regresión se empleó el promedio a doce y veinticuatro meses de las expectativas de la inflación anual, la tasa de interés de política, el crecimiento anual del PIB (4T) y la depreciación anual. En el caso del Gráfico R1.1, se ilustran las expectativas de las mismas variables para el primer y segundo año del horizonte temporal. El Cuadro A1.2 presenta el detalle técnico de las transformaciones realizadas para cada expectativa contemplada.

Para el PIB acumulado por cuatro trimestres (4T) no existe información en la encuesta de su crecimiento anual esperado doce meses adelante. Entre el primer trimestre de 2015 y el segundo trimestre de 2020 consideramos como *proxy* de esta variable el crecimiento anual esperado *a fin de* del año en curso para las encuestas de enero y abril, y el del año siguiente para las encuestas de julio y octubre. Desde julio de 2020 el crecimiento anual esperado del PIB (4T) a doce meses se aproxima como el promedio del crecimiento anual de cada trimestre a lo largo de cuatro trimestres de la senda disponible en la EME.

3 Una estimación recursiva de estos coeficientes muestra variación en signo y significancia para diferentes rangos de datos.

Cuadro A1.1.
Información disponible de las expectativas macroeconómicas de la EME

Expectativa (e)		Horizonte (h)	Disponible desde
Inflación anual	$\mathbb{E}_t [\pi_{j,t+h}]$	12 meses adelante	Septiembre de 2003
		24 meses adelante	Enero de 2015
Tasa de interés anual de política	$\mathbb{E}_t [i_{j,t+h}]$	La senda de 0 a 11 meses adelante	Octubre de 2008
		La senda de 12 a 23 meses adelante	Octubre de 2019
		Fin del año en curso Fin del año siguiente	Enero de 2015
Crecimiento anual del PIB	$\mathbb{E}_t [\Delta y_{i,t+h}]$	Trimestre anterior	Julio de 2020
		Trimestre actual	
		La senda de 1 a 6 trimestres adelante	
Tasa de cambio	$\mathbb{E}_t [s_{i,t+h}]$	Mes en curso	Septiembre de 2003
		12 meses adelante	Enero de 2015
		24 meses adelante	

Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

Cuadro A1.2
Transformaciones de las expectativas macroeconómicas de la EME

Expectativa (e)	Horizonte	Ecuación
Inflación anual promedio	m = 12 meses	$\pi_j^{e,m} = \prod_{h=12}^m (1 + \mathbb{E}_t [\pi_{j,t+h}])^{12/m}, \quad h = 12, 24$
	m = 24 meses	
	a = Segundo año	
Tasa de interés de política anual promedio	m = 12 meses	$i_{j,t}^{e,m} = \prod_{h=0}^{m-1} (1 + \mathbb{E}_t [i_{j,t+h}])^{1/m} - 1, \quad h = 0, \dots, m-1$
	m = 24 meses	
	a = Segundo año	
Crecimiento anual del PIB (4T) promedio	m = 12 meses	$\Delta y_{j,t}^{e,m} = \prod_{h=0}^{m-1} (1 + \mathbb{E}_t [\Delta y_{j,t+h}])^{3/m} - 1, \quad h = 0, \dots, m/3$
	m = 24 meses	
	a = Segundo año	
Depreciación nominal anual promedio	m = 12 meses	$\Delta S_{j,t}^{e,m} = \frac{\mathbb{E}_t [S_{j,t+m}]^{12/m}}{\mathbb{E}_t [S_{j,t}]} - 1$
	m = 24 meses	
	a = Segundo año	

Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

Anexo 1

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

	Unidades	Ene-21	Dic-21	Ene-22	Dic-22	Ene-23
IPC total	Variación mensual (media)	0,41	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	0,35	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
IPC total	Variación anual (media), fin de período	1,60 ^{c/}	2,69	2,80	3,09	3,05
IPC sin alimentos	Variación anual (media), fin de período	1,03 ^{c/}	2,51	2,61	2,90	2,92
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de período	3.485	3.450	3.423	3.383	3.385
Tasa de política	Porcentaje, fin del período	1,75	2,00	2,00	3,13	3,25

	Unidades	IV-2020	2020	I-2021	II-2021	III-2021	IV-2021	2021	I-2022	II-2022	III-2022	IV-2022	2022
PIB	Variación anual, serie original	-4,5	-7,0	-2,8	12,5	6,0	3,2	4,8	4,0	3,6	3,5	n. d.	n. d.
Desempleo	Trece ciudades, promedio del trimestre	n. d.	n. d.	15,3	13,8	13,4	12,8	n. d.	13,0	12,1	11,6	11,0	n. d.
IBR (90 días)	Tasa efectiva anual, fin de período	n. a.	n. a.	1,8	1,8	1,8	2,0	n. d.	2,3	2,5	3,0	3,0	n. d.
DTF	Tasa efectiva anual, fin de período	n. a.	n. a.	1,9	2,0	2,0	2,0	n. d.	2,3	2,6	2,8	3,0	n. d.
Deficit fiscal (GNC)	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	-7,6	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	-5,5
Deficit de cuenta corriente	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	-3,5	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	-3,7

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

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

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

n.d.: no disponible.

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

Fuente: *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* del Banco de la República (enero de 2021).

Anexo 2

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años										
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Variables exógenas												
Externas ^{a/}												
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	4,0	3,6	2,8	2,1	1,6	2,6	2,5	1,4	-7,1	4,4	3,5
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	112	109	99	54	45	55	72	64	43	53	56
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período	0,14	0,11	0,09	0,13	0,40	1,00	1,83	2,16	0,38	0,13	0,13
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	119	111	101	184	212	129	114	99	141	136	168
Internas												
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período	1,6	1,5	1,4	1,5	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5	1,6
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual	4,4	4,3	3,9	3,3	2,8	2,5	2,5	2,6	-1,3	2,4	1,8
Variables endógenas												
Precios												
IPC total	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,44	1,94	3,66	6,77	5,75	4,09	3,18	3,80	1,61	2,33	2,70
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,67	2,46	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	-	-
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período	0,56	0,86	1,75	7,27	5,91	3,24	1,40	2,18	0,63	-	-
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,92	3,67	3,34	4,64	5,26	5,38	3,13	3,45	1,29	-	-
IPC regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período	-2,33	1,56	4,89	4,43	5,63	6,26	6,65	4,81	0,73	3,36	3,32
IPC alimentos ^{d/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	1,48	-0,23	5,24	13,08	6,65	0,48	1,87	5,80	4,80	1,90	2,65
IPC perecederos	Porcentaje, variación anual, fin del período	-3,90	-0,16	16,74	26,03	-6,63	5,84	8,88	8,66	2,49	-	-
IPC procesados	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,83	-0,24	2,54	9,62	10,74	-0,91	-0,08	5,04	5,43	-	-
Indicadores de inflación básica ^{e/}												
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,67	2,46	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	-	-
IPC núcleo 15	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,67	2,47	3,19	5,59	5,98	4,21	3,22	3,78	1,88	-	-
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,77	2,73	2,82	5,50	5,48	4,67	2,57	3,10	1,11	2,08	2,55
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,70	2,55	3,10	5,45	5,66	4,64	3,10	3,44	1,34	-	-
TRM	Pesos por dólar, promedio del período	1.798	1.869	2.001	2.742	3.055	2.951	2.956	3.281	3.693	-	-
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período	-3,4	-1,0	-0,3	9,5	2,5	-1,7	-0,7	3,6	5,8	-0,2	1,0
Actividad económica												
Producto interno bruto	Porcentaje, variación anual, daec	3,9	5,1	4,5	3,0	2,1	1,4	2,5	3,3	-7,2	4,5	3,5
Gasto de consumo final	Porcentaje, variación anual, daec	5,5	5,4	4,3	3,4	1,6	2,3	3,7	4,4	-4,6	-	-
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, variación anual, daec	5,6	4,6	4,2	3,1	1,6	2,1	3,0	4,5	-6,0	-	-
Gasto de consumo final del Gobierno general	Porcentaje, variación anual, daec	4,8	8,9	4,7	4,9	1,8	3,6	7,0	4,3	2,5	-	-
Formación bruta de capital	Porcentaje, variación anual, daec	2,9	7,8	12,0	-1,2	-0,2	-3,2	2,1	4,0	-18,1	-	-
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, variación anual, daec	3,3	8,5	9,2	2,8	-2,9	1,9	1,5	4,3	-18,1	-	-
Vivienda	Porcentaje, variación anual, daec	-0,7	6,4	10,4	9,5	-0,2	-1,9	-0,4	-7,4	-27,5	-	-
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, variación anual, daec	4,4	12,3	9,6	10,2	0,0	4,6	-3,3	4,2	-20,8	-	-
Maquinaria y equipo	Porcentaje, variación anual, daec	4,0	4,8	9,2	-9,3	-7,9	1,4	9,4	13,9	-9,5	-	-
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, variación anual, daec	-5,7	6,6	-1,3	2,3	13,1	0,3	5,6	0,5	-0,9	-	-
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, variación anual, daec	8,0	19,6	5,1	1,3	-12,0	1,2	1,5	2,6	-8,6	-	-
Demanda interna	Porcentaje, variación anual, daec	4,9	5,9	6,0	2,4	1,2	1,1	3,4	4,3	-7,7	-	-
Exportaciones	Porcentaje, variación anual, daec	4,5	4,7	-0,3	1,7	-0,2	2,6	0,9	2,6	-18,6	-	-
Importaciones	Porcentaje, variación anual, daec	9,4	8,5	7,8	-1,1	-3,5	1,0	5,8	8,1	-17,0	-	-
Brecha del producto ^{f/}	Porcentaje	-0,1	0,7	1,3	0,9	0,3	-0,8	-0,8	-0,2	-6,3	-4,4	-2,8
Indicadores coyunturales												
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	-0,2	-1,3	1,7	2,1	3,5	0,0	2,9	1,3	-	-	-
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	4,2	5,3	8,4	6,4	2,0	-0,1	5,4	8,1	-	-	-
Producción de café	Porcentaje, variación anual producción acumulada del período	-0,8	40,6	11,5	16,8	0,4	-0,3	-4,5	8,8	-5,8	-	-
Producción de petróleo	Porcentaje, variación anual, promedio del período	3,2	6,6	-1,9	1,6	-11,7	-3,7	1,4	2,4	-11,8	-	-
Mercado laboral ^{g/}												
Total nacional												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	10,4	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	16,1	14,0	-
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	57,8	58,0	58,4	59,0	58,5	58,4	57,8	56,6	-	-	-
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	64,5	64,2	64,2	64,7	64,5	64,4	64,0	63,3	-	-	-
Trece ciudades y áreas metropolitanas												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	11,2	10,6	9,9	9,8	10,0	10,6	10,8	11,2	-	-	-
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	60,1	60,3	61,2	61,4	60,7	59,9	59,2	58,6	-	-	-
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	67,6	67,5	67,9	68,0	67,5	67,0	66,4	66,0	-	-	-
Balanza de pagos ^{h/i/}												
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-11.362	-12.501	-19.764	-18.564	-12.036	-10.241	-13.118	-13.758	-9.204	-10.745	-
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-3,1	-3,3	-5,2	-6,3	-4,2	-3,3	-3,9	-4,3	-3,4	-3,6	-
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-1.187	-3.164	-11.863	-18.267	-12.705	-8.447	-8.997	-12.362	-12.478	-12.420	-
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-15.008	-14.224	-12.523	-5.727	-5.229	-8.405	-11.764	-10.100	-5.364	-7.530	-
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	4.833	4.887	4.622	5.430	5.898	6.611	7.643	8.704	8.638	9.205	-
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-11.553	-11.740	-19.292	-18.244	-12.273	-9.558	-12.415	-12.852	-	-	-
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-3,1	-3,1	-5,1	-6,2	-4,3	-3,1	-3,7	-4,0	-	-	-
A. Inversión extranjera (i + ii)	Millones de dólares	-15.646	-8.558	-12.270	-7.506	-9.330	-10.147	-6.409	-11.095	-	-	-
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	15.040	16.210	16.169	11.724	13.848	13.837	11.535	14.314	-	-	-
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	-606	7.652	3.899	4.218	4.517	3.690	5.126	3.219	-	-	-
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	-4.769	-7.438	-11.565	-9.166	-4.839	-1.617	1.297	283	-	-	-
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	3.457	-2.690	106	-1.987	1.731	1.661	-8.490	-5.373	-	-	-
D. Activos de reserva	Millones de dólares	5.406	6.946	4.437	415	165	545	1.187	3.333	-	-	-
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	-190	761	472	320	-237	683	703	906	-	-	-
Tasas de interés												
Tasa de política	Porcentaje, promedio del período	5,0	3,4	3,9	4,7	7,1	6,1	4,4	4,3	2,9	-	-
Tasa de política esperada por analistas ^{j/}	Porcentaje, promedio del período	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,79	2,54
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período	5,0	3,4	3,8	4,7	7,1	6,1	4,3	4,3	2,9	-	-
Tasa de interés comercial ^{k/}	Porcentaje, promedio del período	10,3	8,7	8,7	9,4	12,8	11,1	9,3	8,8	7,4	-	-
Tasa de interés de consumo ^{l/}	Porcentaje, promedio del período	19,2	17,9	17,3	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5	15,0	-	-
Tasa hipotecaria ^{m/}	Porcentaje, promedio del período	13,2	11,1	11,1	11,0	12,4	11,6	10,6	10,4	10,1	-	-

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario

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

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

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

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

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

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

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

g/ Corresponde al promedio anual de las cifras mensuales 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 2018 y 2019 son preliminares.

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

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

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

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

Anexo 2 (continuación) Principales variables del pronóstico macroeconómico

	2017				2018				2019				2020				2021				2022			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	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)	Dólares por barril, promedio del período																							
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período																							
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período																							
Internas																								
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período																							
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual																							
Variables endógenas																								
Precios																								
IPC total	Porcentaje, variación anual, fin del período																							
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, variación anual, fin del período																							
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período																							
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período																							
IPC regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período																							
IPC alimentos ^{d/}	Porcentaje, variación anual, fin del período																							
IPC perecederos	Porcentaje, variación anual, fin del período																							
IPC procesados	Porcentaje, variación anual, fin del período																							
Indicadores de inflación básica ^{e/}																								
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del período																							
IPC núcleo 15	Porcentaje, variación anual, fin del período																							
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período																							
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, variación anual, fin del período																							
TRM	Pesos por dólar, promedio del período																							
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período																							
Actividad económica																								
Producto interno bruto																								
Producto interno bruto	Porcentaje, variación anual, daec																							
Gasto de consumo final	Porcentaje, variación anual, daec																							
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, variación anual, daec																							
Gasto de consumo final del Gobierno general	Porcentaje, variación anual, daec																							
Formación bruta de capital																								
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, variación anual, daec																							
Vivienda	Porcentaje, variación anual, daec																							
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, variación anual, daec																							
Maquinaria y equipo	Porcentaje, variación anual, daec																							
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, variación anual, daec																							
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, variación anual, daec																							
Demanda interna	Porcentaje, variación anual, daec																							
Exportaciones	Porcentaje, variación anual, daec																							
Importaciones	Porcentaje, variación anual, daec																							
Brecha del producto ^{f/}																								
Indicadores coyunturales																								
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad																							
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad, promedio del período																							
Producción de café	Porcentaje, variación anual, producción acumulada del período																							
Producción de petróleo	Porcentaje, variación anual, promedio del período																							
Mercado laboral ^{g/}																								
Total nacional																								
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																							
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																							
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																							
Trece ciudades y áreas metropolitanas																								
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																							
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																							
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																							
Balanza de pagos ^{h/}																								
Cuenta corriente (A + B + C)																								
Porcentaje del PIB	Millones de dólares																							
A. Bienes y servicios	Millones de dólares																							
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares																							
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares																							
Cuenta financiera (A + B + C + D)																								
Porcentaje del PIB	Millones de dólares																							
A. Inversión extranjera (i + ii)	Millones de dólares																							
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares																							
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares																							
B. Inversión de cartera	Millones de dólares																							
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares																							
D. Activos de reserva	Millones de dólares																							
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares																							
Tasas de interés																								
Tasa de política	Porcentaje, promedio del período																							
Tasa de política esperada por analistas ^{i/}	Porcentaje, promedio del período																							
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período																							
Tasa de interés comercial ^{j/}	Porcentaje, promedio del período																							
Tasa de interés de consumo ^{k/}	Porcentaje, promedio del período																							
Tasa hipotecaria ^{m/}	Porcentaje, promedio del período																							

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 primeros 21 socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por las exportaciones no tradicionales de Colombia en dólares.

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

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

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

f/ La estimación histórica de la brecha se calcula como la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial (tendencial) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula como la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico y el PIB potencial (tendencial) 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 2018 y 2019 son preliminares.

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

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

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

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